

Recessies komen. En gaan.

Een jaar geleden stonden we aan de vooravond van één van de meest ontwrichtende financiële stormen ooit, veroorzaakt door een forse terugval (vanaf 2006) in de Amerikaanse huizenmarkt.

Een ongekende krediet- en liquiditeitscrisis.

Het meest verrassende blijkt de omvang van de verslechtering van kredietvoorwaarden, alsook de omvang van de tot ongekende hoogten opgelopen kredietspeculatie binnen het banksysteem.

De kredietgerelateerde problemen die ontstonden in de ondertussen beruchte subprime hypotheekmarkt, zijn inmiddels uitgedijd naar andere segmenten van de kredietmarkt, met als gevolg gevoelig hogere risicopremies voor bedrijfsobligaties.

Van een simpel probleem van een mis-allocatie van middelen evolueerden we naar een fase van massale, wereldwijde opdroging van de eerder genoemde kredietspeculaties, waarbij het epicentrum uiteraard in de VS ligt, meer in het bijzonder binnen het Amerikaanse banksysteem.

Omdat banken per definitie de hoogste schuld hebben met de kortste duratie, is het daar dat de paniek het eerst toesloeg en zich dan verspreidde. Het is tevens ook daar waar de oplossing voor de crisis dient gezocht te worden.

Oplossingen?

We zijn ervan overtuigd dat, ondanks het feit dat er nog altijd minder goed nieuws staat aan te komen, het systeemrisico bij banken (domino-effect) sterk gereduceerd is.

De zeer snelle versoepeling van het monetaire beleid door de FED, de door de FED georchestreerde overname van de zwakke schakel (Bear Stearns) door de sterkere schakel (JP Morgan), de massale herkapitalisering van de banksector (meer dan 400 miljard USD), en de expliciete waarborg van de Amerikaanse overheid t.o.v. Fannie Mae en Freddie Mac hebben ertoe bijgedragen het vertrouwen deels te herstellen.

Zorgen om een kredietcrisis en een vertraging onder invloed van grondstoffengekte.

Veel mensen zullen u vertellen dat we nog niet op twee oren kunnen slapen. Sommigen zullen zelfs zeggen dat het ergste nog moet komen.

Volgens ons is dat onzin! Dit zijn typisch panieksenario's als we ons bij het laagste punt van de cyclus bevinden!

De VS en Europa bevinden zich in een "groei" vertraging! Daarover hoeven we niet te discussiëren of te speculeren, dat is

inmiddels een feit! Of de rest van de wereldeconomie ook in een groeivertraging belandt, is één van de vraagtekens.

Bij CapitalatWork maken we ons echter minder zorgen, en wel om de volgende 2 redenen:

1. De afgelopen 30 jaar hebben investeerders zich bijna systematisch te veel zorgen gemaakt over de economie en bijgevolg haar veerkracht onderschat. De vrijmarkt-economieën in een globaliserende wereld bezitten een heel aantal compenserende krachten die in hun voordeel werken.
2. Investeerders zijn ervan overtuigd dat periodes van economische vertragingen ongunstige momenten zijn om te investeren, terwijl eigenlijk het tegenovergestelde waar is. Vertragingen zijn prima momenten om te investeren!

Waarom?

Tijdens groeivertragingen dalen vele prijzen, waaronder de prijs van geld. Bedrijven staan onder druk, worden gedwongen hun productiviteit te verhogen en tevens hun kosten te verlagen.

Vroeg of laat zal de economische activiteit aantrekken en in haar kielzog zullen de bedrijfsresultaten volgen.

Economische vertraging → negatief sentiment bij investeerders → lagere aandelenprijzen → lagere rentestanden → hogere productiviteit → economisch herstel → hogere bedrijfswinsten → hogere rendementen op investeringen

Deze keer zal het niet anders zijn: nu is het een zeer gunstig moment om te investeren!

Alles bij elkaar een welvarender en vreedzamere "Global Village".

Wij denken dat de opleving eerder kan komen dan verwacht omdat de rest van de wereld nog steeds groeit.

Waarschijnlijk heeft u recent veel gehoord over China, India, Rusland, Brazilië.....?

Meer dan 3 miljard mensen die smachten naar een betere levensstandaard.

Meer dan 3 miljard mensen die mede wedijveren voor voeding, energie, gezondheidszorg.....

Stelt u zich de uitdagingen voor, stelt u zich de opportuniteiten eens voor!

De paradox is compleet indien men zich realiseert dat een groeivertraging in heel wat van deze landen eigenlijk goed nieuws zou zijn (zie The Economist van 24 mei).

In die mate zelfs dat de centrale banken van deze opkomende markten hun monetaire beleid beter verstrakken indien de huidige vertraging in de VS en Europa niet daadwerkelijk leidt tot vertraging van hun economieën. Ze zouden beter hun rentevoeten verhogen en/of hun ondergewaardeerde munten laten appreciëren versus de USD en de Euro.

Ditmaal is het anders!

Uiteraard zijn sommige zaken anders dan bij vorige crisissen.

Enkele belangrijke prijzen zijn absoluut niet gedaald. U weet waarschijnlijk waarover wij het hebben. We hebben het over het leeuwendeel van de grondstoffen en in het bijzonder over de prijs van ruwe olie die de laatste 3 jaar verviervoudigd is alsook de prijs van landbouwproducten wat tot enorme problemen leidt om de armen van deze wereld te voeden.

Maar ook hier weer: de uitdagingen zijn enorm, de opportuniteiten evenzo!

We geloven dat de kredietschaarste de inflatie in de VS en Europa in toom zal houden, en zelfs tot desinflatie zou kunnen leiden (een zienswijze in schril contrast met de consensus!). Zoals reeds eerder vermeld, is inflatie waarschijnlijk weer een probleem voor de opkomende markten.

Inflatie ligt bij iedereen op het puntje van de tong. De beste beschermingen tegen inflatie zijn...

- **inflatiegelinkte obligaties** in de vastrentende sfeer, of beter nog,
- **het bezit van aandelen van bedrijven die...**
 1. **wereldwijd actief zijn,**
 2. **significante hoeveelheden Free Cash Flow genereren en daardoor niet afhankelijk zijn van de kredietmarkt,**
 3. **een dominante marktpositie bekleden en daardoor "pricing power" bezitten,**
 4. **attractieve groeivoorzichten hebben door de mondiale uitdagingen en.... opportuniteiten,**
 5. **zoals altijd: redelijk gewaardeerd zijn.**

Onze boodschap is dat men aan deze ontwikkeling **MOET DEELNEMEN**, door activiteit en/of investeringen, zoniet zullen de consequenties, de komende jaren, leiden tot lage en mogelijk negatieve rendementen.

Risico-aversie en gebrek aan daadkracht zullen leiden tot lage, mogelijk negatieve rendementen en verlies aan koopkracht.

Ondernemerschap en het nemen van risico houden volatiliteit in maar tevens een mogelijke hoge beloning.

Helemaal geen risico willen nemen, is ongetwijfeld het grootste risico van al!

Concluderend, waar zien wij waarde?

Binnen **CapitalatWork**, menen wij dat er...

1. **Alleen waarde** te vinden is in overheidsobligaties indien, zoals wij denken, de inflatievrees omhoogt naar een scenario van desinflatie en misschien zelfs deflatie.
2. **Opnieuw waarde** aanwezig is in bedrijfsobligaties na de recente stijging van de kredietspreads.
3. **Substantieel waarde** te vinden is in aandelen, waarbij selectiviteit van het grootste belang is.
4. **Fair value** van de USD versus de Euro is, na een daling van +- 60% gedurende de afgelopen 6 jaar.
5. **Opkomende waarde** is in 'Emerging Market' munten, waarbij complexiteit en volatiliteit gegarandeerd zijn.
6. **Tijdelijke waarde** (= opportuniteiten) is door de hoge volatiliteit.

Onze portefeuilles zijn uiteraard geïnvesteerd in overeenstemming met bovenstaande overduidelijke zienswijze.

Asset valuation and expected returns.

Bekijk onderstaande tabel en grafiek betreffende de huidige en verwachte returns van de basis asset-classes (activaklassen) per eind juli 2008.

Fixed Income Funds	2008 YTD 31 st of July	Morningstar Peer Groups Average YTD	YTD Outperformance
Cash+ at Work	1.64%	0,45%	1,19%
Bonds at Work	-2,14%	-1,88%	-0,26%
Inflation at Work	-1,33%	1,24%	-2,57%

Equity Funds			
American Equities at Work (in USD!)	-14,27%	-12,16%	-2,11%
European Equities at Work	-18,62%	-20,17%	1,55%
Asian Equities at Work	-23,92%	-21,32%	-1,35%
Contrarian Equities at Work	-19,43%	-18,08%	-1,35%
Contrarian Euro Equities at Work*	-18,15%	-20,70%	2,55%
Fundamental Eurostocks Index**	-22,82%	-20,70%	-2,12%

Asset Allocation Funds			
Global Markets	-8,43%	-14,14%	5,71%
Global Opportunities***	-13,11%	niet beschikbaar	niet beschikbaar

* Gezien de lancering van het fonds in mei 2007, is de performance gebaseerd op de performance van het institutioneel mandaat 'Contrarian Euro Value'.

** De performance sinds de lancering van het fonds in mei 2007.

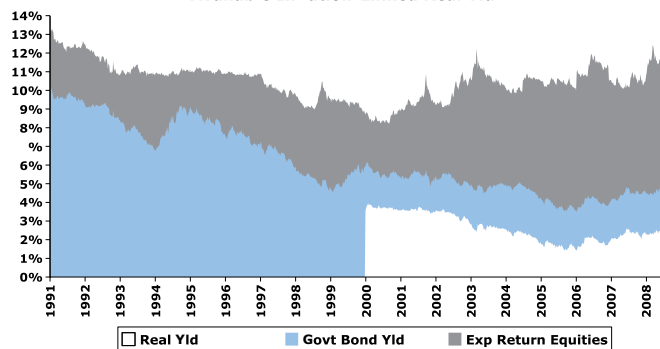
*** Het Global Opportunities Fund is alleen geregistreerd in Luxemburg. Voor België is een minimale belegging van 250.000 Euro vereist. Voor andere landen geldt de plaatselijke wetgeving.

Indien u meer wenst te vernemen over onze beschermingsstrategie voor uw investeringen en ook het waarom, wat en hoe hieromtrent, aarzelt u niet om **CapitalatWork** te contacteren voor een afspraak.

Voor meer informatie: www.capitalatwork.com

Ivan Nyssen
Augustus 2008 - GP nummer 49

Expected Return European Equities
Available Nominal Govt Bond Yld
Available Inflation-Linked Real Yld



Ivan Nyssen, Fund Manager Contrarian Equities at Work Fund en Global Opportunities at Work Fund

23 jaar ervaring in vermogensbeheer
Licentiaat Economie

Sinds 1994 is Ivan Nyssen werkzaam bij CapitalatWork. Naast de functies van CEO en CIO beheert Ivan Nyssen eveneens het Contrarian Equities at Work fonds en het Global Opportunities at Work fonds.