

Global Perspectives

Augustus 2009

24 maanden geleden (juli 2007) stonden wij aan de vooravond van een van de zwaarste financiële stormen ooit.

Waar staan wij vandaag (augustus 2009)?

1. De economie en de bedrijfswinsten.

De wereldeconomie kampt nog steeds met felle tegenwind, maar het lijkt erop dat wij het ergste achter de rug hebben en wij niet afstevenen op een diepe depressie, zoals zes maanden geleden door iedereen werd gevreesd.

De belangrijkste uitdagingen zijn de **toenemende werkloosheid, de torenhoge overheidstekorten en een erg moeilijke kredietverstrekking (behalve voor de allergrootste ondernemingen).**

Sociale onrust en stijgende belastingen lijken onafwendbaar en de verleiding om te trachten via inflatie uit de problemen te blijven, is bijzonder groot.

Na een massale en erg dure herkapitalisatie van de grootste "systeembanken", met zowel privé- als overheidsgeld, **lijkt het risico van een systemische instorting als dominosteentjes van het financiële bestel** (waarvoor wij in augustus 2007 vreesden) **nu erg veraf.**

Het goede nieuws is dat ondernemingen hun **voorraden** drastisch hebben **afgebouwd** (versterking van de negatieve spiraal) en dat de productie moet hernemen met bijzonder beperkte voorraden.

Ondernemingen blijven **snoeien in hun operationele uitgaven**, wat op middellange termijn zal blijven wegen op de economische onzekerheid. Daartegenover staat dat dit al een wezenlijke positieve impact heeft gehad op de winstgevendheid van de ondernemingen.

De cijfers voor het eerste halfjaar van 2009 zijn over het algemeen niet zo slecht als gevreesd! In een aantal gevallen zijn deze zelfs behoorlijk goed, wat wijst op een belangrijke troef van bedrijven, namelijk dat ZIJ ZICH WETEN AAN TE PASSEN.

Het bijzonder goede nieuws is dat de **kost van schuldfinanciering** de voorbije zes maanden aanzienlijk **is gedaald**, zeker voor de grootste en gezondste ondernemingen, wat betekent dat het winstaandeel voor de aandeelhouders, na aftrek van financiële lasten, hoger zal zijn.

2. Inflatie en rentevoeten.

De allereerste doelstelling van asset management is het behoud en, zo mogelijk, de stijging van de koopkracht van de activa die u werden toevertrouwd. De huidige en toekomstige inflatie staan dan ook centraal in het hele denkproces.

De inflatie en de inflatieverwachtingen hebben de voorbije twee jaar een dolle rit van stijgingen en dalingen gekend.

Begin 2008 schoten de inflatieverwachtingen ten gevolge van de stijgende grondstoffenprijzen omhoog, terwijl krediet wereldwijd schaarser werd.

Eind 2008 waren de verwachtingen voor de nabije toekomst dan weer fors negatief. Deflatie was het nieuwe modewoord, en dat had zo zijn gevolgen voor de rendementscurve.

Begin 2009 volgde er een zekere "normalisatie", met een verwachte inflatie tussen 1% en 2% voor de Verenigde Staten en Europa. De kwantitatieve versoepeling (een ander woord voor het bijdrukken van geld) door de centrale banken is de belangrijkste bron van ongerustheid.

Onze visie op inflatie is, ongeacht de steeds wisselende omstandigheden, **onveranderd gebleven**. Wanneer er over de hele wereld kredietschaarste heerst, is de inflatie doorgaans erg laag (en mogelijk zelfs negatief). Wanneer de wereld (langzaam maar zeker) uit de fase van schaarste klimt, zouden de centrale banken de verworven activa moeten laten rijpen en de geldvoorraad moeten verkleinen. Door de overcapaciteit in alle sectoren zou de inflatie nog een hele tijd laag moeten blijven.

Wanneer de inflatie laag blijft, blijven over het algemeen ook de rentevoeten laag, vooral dan voor instrumenten met een beperkt risico. Als dit effectief gebeurt, zouden heel wat beleggers wel eens geconfronteerd kunnen worden met cashflow problemen. Met andere woorden, zij lopen momenteel een "wederbeleggingsrisico". Wij raden beleggers dan ook aan om na te denken over de potentiële impact van lagere rentevoeten op hun economisch welzijn en om te overwegen in te stappen in obligaties met langere looptijden.

3. Sentiment en de psychologie van de belegger

De rally van het tweede kwartaal betekent niet dat beleggers plots weer heel erg optimistisch zijn geworden.

Beleggers zijn van "blinde paniek" overgeschakeld op "gezond scepticisme".

Even ter herinnering: beleggers zijn er altijd van overtuigd dat het in tijden van economische vertraging een slecht moment is om te beleggen. Nochtans het tegendeel is waar, een vertraging is een fantastische periode om te beleggen.

Waarom?

Tijdens een vertraging kunnen prijzen, waaronder ook de prijs van geld, dalen (lage intrestvoeten). Bedrijven staan onder druk en moeten de productiviteit opdrijven.

Vroeg of laat trekt de economische activiteit weer aan (recessies duren niet eeuwig!), en daarmee ook de bedrijfswinsten.

Wij hebben op het vlak van economische groei en beleggingsrendement nog een lange weg af te leggen vooraleer wij terug op het niveau van "overtuigd optimisme" zitten.

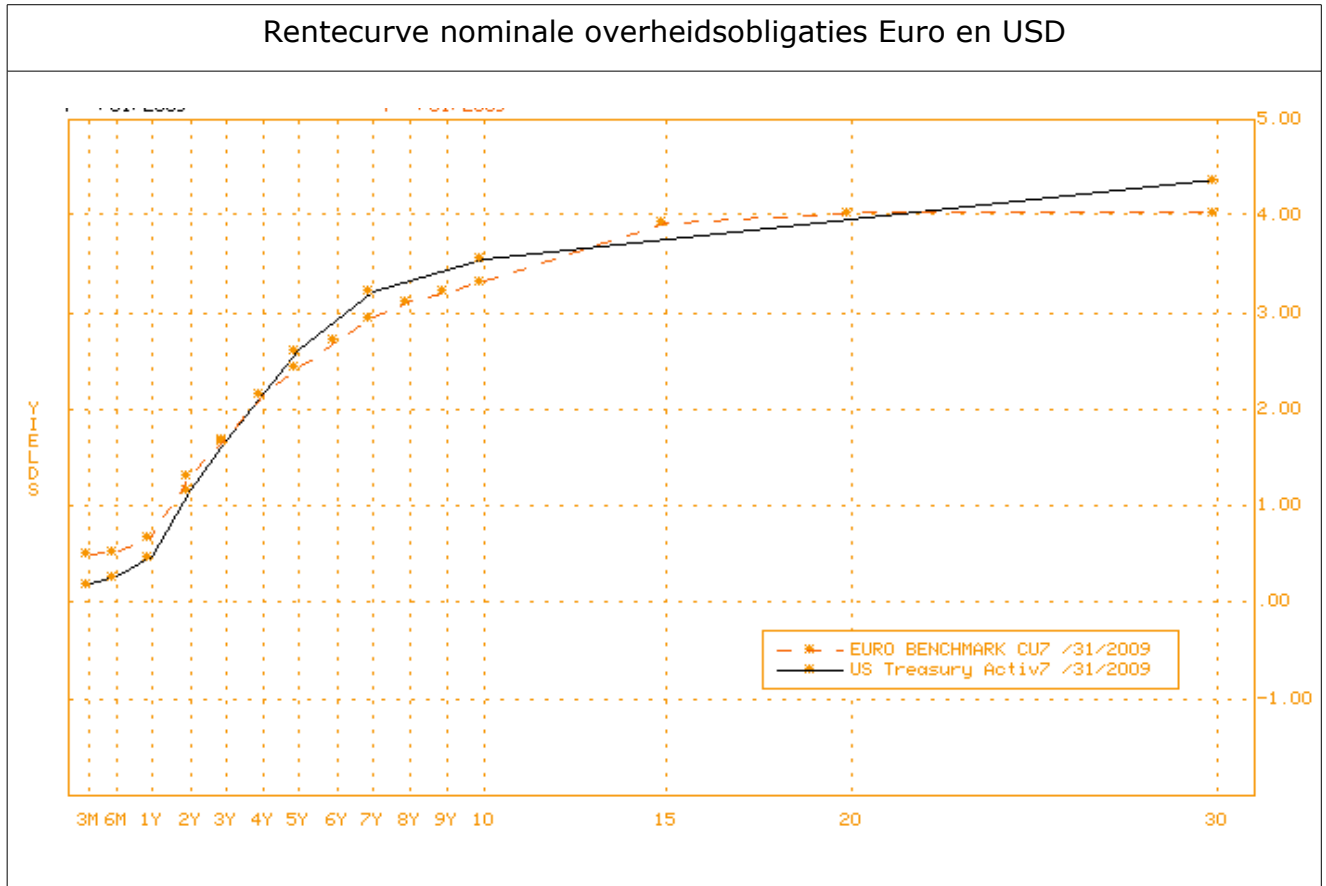
We zijn zelfs van mening dat we nog jaren verwijderd zijn van de 'irrationele overdrijving'.

Daartegenover staat dat de cynici en pessimisten nerveus worden. Zij zullen, zoals gewoonlijk, adviseren om nog te wachten op de onvermijdelijke correcties die er al dan niet zullen komen.

Kortom, de psychologische omgeving is nagenoeg perfect.

4. Waardering van effecten en verwacht rendement.

4. 1. Nominale overheidsobligaties



Bij overheidsobligaties speelt vooral het inflatierisico.

In het licht van onze positieve visie op inflatie zijn wij van oordeel dat er, na de recente stijging van de lange rente, niet veel waarde zit in overheidsobligaties.

Vanuit het standpunt van asset-allocation zijn overheidsobligaties een categorie van effecten waarvan het rendement licht tot negatief is gecorreleerd aan het rendement van bedrijfseffecten. Daarin schuilt hun waarde.

Wij hebben onze allocatie voor vastrentende overheidsobligaties in Euro opgetrokken tot 20 %.

4.2. Inflatiegerelateerde Overheidsobligaties

Reëel rendement en verwachte inflatie overheidsobligaties in Euro en USD

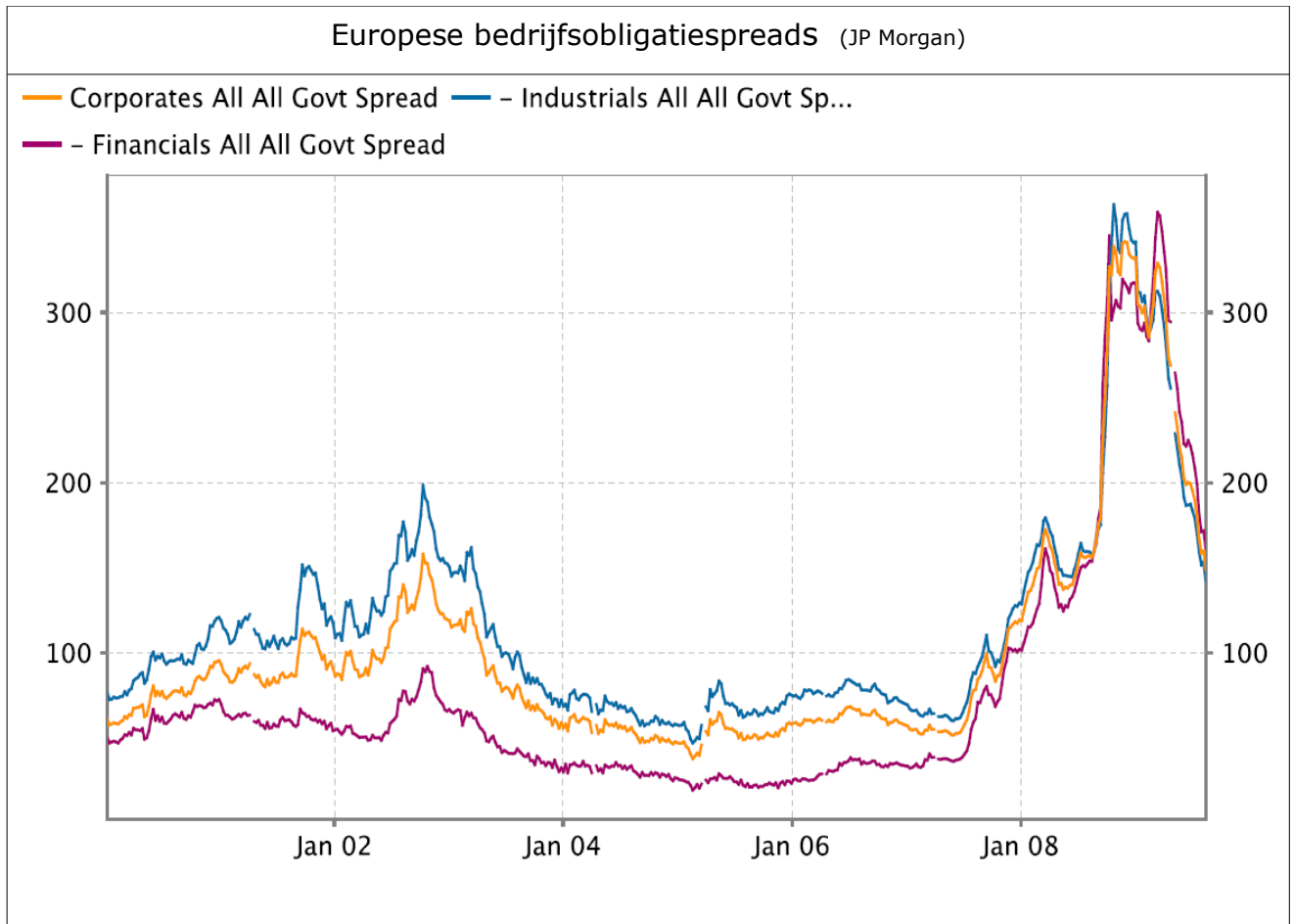
Aug 1, 2009			
EUROPE-EURO			
	Nominal Bond Yields	Real Bond Yields	Discounted Inflation
1 yr	0.60	0.40	0.20
3 yrs	1.70	0.70	1.00
5 yrs	2.45	1.40	1.05
10 yrs	3.30	1.55	1.75
20 yrs	4.05	1.75	2.30
30 yrs	4.05	1.70	2.35
USA-USD			
	Nominal Bond Yields	Real Bond Yields	Discounted Inflation
1 yr	0.50	0.65	-0.15
3 yrs	1.65	1.15	0.50
5 yrs	2.60	1.30	1.30
10 yrs	3.55	1.70	1.85
20 yrs	4.10	1.95	2.15
30 yrs	4.35	2.10	2.25

De bovenvermelde 'verwachte inflatie' cijfers liggen grotendeels in lijn met onze visie op beperkte (0%-2%) inflatie. Wij zijn dan ook van mening dat er niet veel waarde meer zit in inflatiegerelateerde overheidsobligaties.

Vanuit het standpunt van asset-allocatie zijn overheidsobligaties een categorie van effecten waarvan het rendement licht tot negatief is gecorreleerd aan het rendement van bedrijfseffecten en, wat belangrijker is, mogelijks ook aan het rendement van nominale overheidsobligaties (bij een scenario van toenemende inflatie). Daarin schuilt hun waarde.

Wij hebben onze allocatie voor inflatiegelinkte overheidsobligaties verminderd tot 20%.

4.3. Bedrijfsobligaties



Uit de bovenstaande grafiek blijkt overduidelijk hoe groot de paniek is geweest. Wanneer corporate spreads zeer groot worden, wijst dat erop dat ook de markten zich bijzonder veel zorgen maken over het kredietrisico, namelijk het risico dat zij niet al hun geld terugkrijgen.

De vertrouwenscrisis van 2002 (die werd veroorzaakt door de fraude bij Enron & Worldcom) was al behoorlijk ernstig, maar in vergelijking met de gebeurtenissen van 2008 stelde deze onrust achteraf niet veel voor.

Wij zijn van mening dat door de stijging van corporate spreads er zich nu een fantastische kans voordoet om toekomstig inkomen te kopen.

Een kans die uiteraard niet geheel zonder risico is (is het dat ooit?), maar met risico's die wel beheersbaar zijn.

Kredietrisico kan beheerd worden via Analyse, Selectiviteit en Diversificatie.

60 % van onze vastrentende allocatie betreft bedrijfsobligaties.

De bedrijven waarvan wij in onze beleggingsfondsen en in onze individuele portefeuilles obligaties aanhouden, worden voortdurend én grondig geanalyseerd. Daarbij streven wij ernaar om obligaties aan te kopen van bedrijven die een acceptabele verhouding eigen/vreemd vermogen bieden, waarvan de afbetaling van hun schuld gespreid is in de tijd en die een duurzaam business model hanteren. Onze fondsen van bedrijfsobligaties zijn dit jaar tot dusver gemiddeld 12 % gestegen (lopende rente + hogere koersen), terwijl het gemiddelde effectief rendement nog steeds rond de 5 % bedraagt voor een duration (rentegevoeligheid) van 6 jaar.

Dit is een geweldige kans waar wij hier nogmaals uw aandacht willen op vestigen. Om irrationele redenen zetten veel mensen hun geld nog immer:

- 1) bij de bank
- 2) tegen een erg lage rente (1 % tot 3 %)
- 3) voor een korte termijn...

... terwijl er in feite 3 eenvoudige redenen zijn om geen of zo weinig mogelijk bankdeposito's aan te houden.

1) de verhouding vreemd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen is vandaag de dag bij banken verreweg het hoogst (dat is altijd zo geweest en dat zal ook altijd zo blijven). Om dan spaargelden, die over het algemeen een defensief karakter hebben, grotendeels toe te vertrouwen aan bedrijven met nog altijd zwakke balansen is op zijn minst een (her-)overweging waard. Uiteraard heeft de overheid geprobeerd om spaarders gerust te stellen met betrekking tot de veiligheid van hun spaargelden.

2) de rente die wordt geboden voor hoogwaardige bedrijfsobligaties kan bij een beheersbaar risico heel wat hoger liggen (4 % tot 7 %).

3) u kunt die aantrekkelijke rente voor veel langere tijd (5 tot 15 jaar) vastleggen. Zelfs wanneer u er een gematigde visie op nahoudt voor wat de inflatie betreft (ons geval), dan nog is dit een geweldige kans.

4.4. Bedrijfsaandelen

Dit is veruit de moeilijkste categorie van activa om te beoordelen aangezien alle parameters bijzonder onzeker zijn en in de tijd variëren.

De **inkomsten van bedrijven** zijn onzeker en fluctueren. Gelukkig is een aantal van de kosten variabel (zij dalen samen met de lagere inkomsten), terwijl vaste kosten (met enige vertraging) bijgestuurd kunnen worden. Daarnaast kan een aantal uitgaven (groei van de kapitaaluitgaven) worden uitgesteld om deze fundamentele onzekerheid op te vangen.

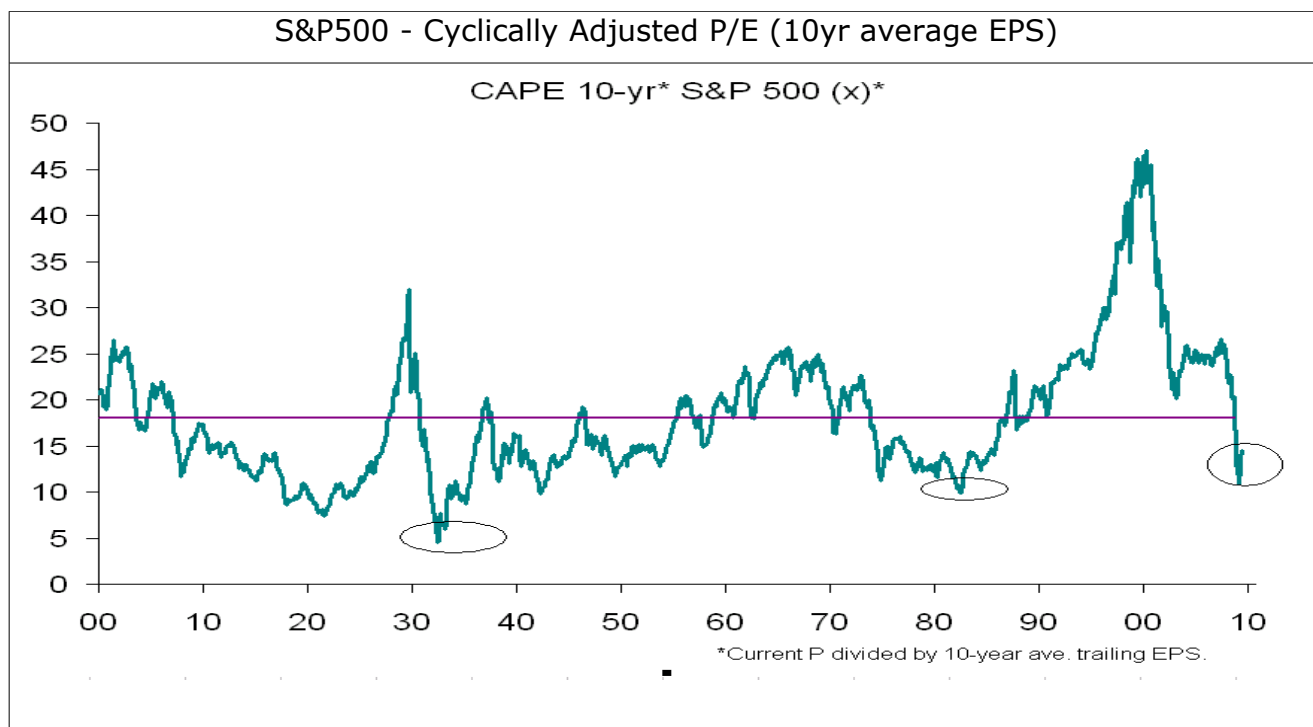
De stromen naar de aandeelhouder (FCF => Dividend) zijn daarom onzeker en volatiel, maar dankzij de flexibiliteit en het aanpassingsvermogen van ondernemingen minder risicovol dan men in tijden van recessie zou denken.

Ook **de kapitaalkosten van bedrijven** zijn volatiel en in verregaande mate (!) gecorreleerd met de onzekerheid met betrekking tot de economie en de inkomsten van onderneming.

In goede tijden verdisconteren de markten hoge bedrijfswinsten met lage kapitaalkosten en in slechte tijden verdisconteren de markten lage bedrijfswinsten met hoge kapitaalkosten.

Uiteraard, dit leidt tot heel verschillende en soms heel extreme resultaten.

Dit is, eenvoudig gezegd, de reden waarom aandelenkoersen altijd al volatiel zijn geweest en zullen blijven.



Q: Hoe staat u tegenover die onvermijdelijke volatiliteit van aandelenkoersen?

A1: U belegt niet uw hele kapitaal in deze bijzonder volatiele categorie van activa!

A2: U tracht de dingen in hun juiste perspectief te plaatsen!

Dat is wat de bovenstaande grafiek aantoont.

De winst is volatiel maar bedrijven zijn, door de cycli heen, flexibel; zij weten zich aan te passen, overleven en blijven winstgevend. Extreme winsten en verliezen worden over een periode van gemiddeld 10 jaar uitgevlakt tot "normale" of "cyclically adjusted trailing earnings". U kunt deze genormaliseerde winststroom uit het verleden en de huidige koersen gebruiken om te komen tot een genormaliseerde of **Cyclically Adjusted P/E (=K/W)** of CAPE.

De boodschap van deze grafiek is eenvoudig: **aandelen zijn goedkoop!**

De voorbije 110 jaar zijn aandelen op basis van CAPE slechts twee keer goedkoper geweest dan vandaag, namelijk midden de jaren 1930 en begin de jaren 1980. Telkens zijn daarop bijzondere sterke hausse-markten gevolgd.

Markten hebben de lage tot erg lage winst verdisconteerd met hoge tot erg hoge kapitaalkosten.

Bij CapitalatWork zijn wij van oordeel dat de markten langzaam maar zeker behoorlijke winsten zullen verdisconteren met genormaliseerde kapitaalkosten. Beleggers die rustig blijven en goed uitkijken kunnen zo een behoorlijk rendement krijgen (dividend en koersstijgingen).

5. Beleggingsstrategie.

Op basis van al het voorgaande hanteren wij bij CapitalatWork de volgende indicatieve middelenverdeling voor onze gebalanceerde (max. 50 % aandelen) portefeuilles.

Asset Classes			
Sub-Asset Classes			
Cash 5%			
Corporate Cash 50%	Government Cash 50%		
Fixed Income 60%			
Nominal Govies 20%	Inflation-Linked 20%	Corporate Bonds 60%	Other 0%
Equities 35%			
American Equities 20%	European Equities 43%	Asian Equities 10%	Other 27% Contrarian Equities 25% Emerging Mkts ETF 2%

De fondsen van CapitalatWork hebben, sinds het begin van dit jaar, uitstekende absolute en relatieve rendementen behaald.

CapitalatWork Funds	31st of July 2009 - Ytd return – in Euro
Cash+ at Work	+3,94%
Cash+ Opportunities	+1,64%
Inflation at Work	+2,05%
Government Bonds at Work	+2,03% (gelanceerd op 15 juni '09)
Corporate Bonds at Work	+12,88%
European Equities at Work	+14,97%
American Equities at Work	+17,72%
Asian Equities at Work	+37,84%
Contrarian Equities at Work	+23,37%
Contrarian Euro Equities at Work	+11,17%
Global Opportunities at Work	+19,39%

Aarzel niet ons te contacteren voor meer toelichtingen, om uw portefeuille te bespreken of om te praten over enig ander onderwerp dat betrekking heeft op het beheer van uw activa en passiva.

CapitalatWork, member of Foyer Group, Augustus 2009.
 Verantwoordelijke uitgever: Ivan Nyssen

Disclaimer : Dit researchdocument werd gecreëerd door CapitalatWork Group ter informatie van/ten behoeve van zijn cliënten. Het mag zonder onze voorafgaande toestemming niet, noch gedeeltelijk, noch in zijn geheel worden gekopieerd of verspreid, voor welke doeleinden ook. Dit onderzoeksrapport is geen aanbod om te verkopen of een vraag om te kopen. Er worden geen verklaringen afgelegd met betrekking tot de correctheid of volledigheid ervan. Alle meningen en ramingen hierin weerspiegelen het oordeel van CapitalatWork Group op de desbetreffende datum en zijn onderhevig aan wijzigingen. Voor meer informatie over de effecten waarnaar hierin wordt verwezen, kunt u terecht bij CapitalatWork Group.