

# De laatste 4 jaren waren ongetwijfeld zeer bewogen jaren in de financiële geschiedenis

Het jaar 2010 zal waarschijnlijk de geschiedenis ingaan als het jaar waar het comfortabele concept van “de risicovrije belegging”, de hoeksteen van vele financiële theorieën, werd begraven.

In het jaar 2008 verloor het bankdeposito haar risicovrij imago en in het jaar 2010 werden de staatsobligaties aan het wankelen gebracht. Daar ging onze laatste risicovrije illusie. De boodschap is nu duidelijk: Risicovrij beleggen bestaat gewoonweg niet! Trouwens risicovrij niet-beleggen (bv: geld onder het matras) ook niet. Er moeten dus keuzes gemaakt worden, waarbij risico's altijd aanwezig zullen zijn.

## 1. Welke keuzes hebben wij voor u in het jaar 2010 gemaakt waarom zijn onze beleggingsresultaten zo goed?

Ten eerste valt op te merken dat wij noch via obligaties, noch via aandelen, enige exposure hadden en nog steeds niet hebben met betrekking tot de zwaarste probleemlanden in Europa. Dus ZERO exposure ten aanzien van Griekenland, Ierland, Portugal, Spanje en andere probleemlanden.

Ten tweede hebben wij onze visie van een Europa in schuldafbouw, en mogelijk in desinflatie, vertaald in langelooptijd obligaties. Deze obligaties hebben het niet alleen schitterend gedaan qua prijsevolutie maar bieden u ook met een redelijke zekerheid interessante toekomstige inkomsten. De “cherry on the cake” is dat wij in de loop van het 4e kwartaal, op het allerbeste moment, deze lange looptijden hebben ingekort. Dit is een mooi voorbeeld van optimale risicobeheersing.

Vervolgens hebben wij, veiligheidshalve, heel specifieke “special cases” in onze portfolio's opgenomen, namelijk Noorse en Australische obligaties, beide “best in class”-landen wat betreft hun schuldgraad en hun rijkdom aan grondstoffen.

Obligaties van opkomende landen, obligaties met hogere coupons en ondergewaardeerde munten hebben eveneens uitmuntend gepresteerd. Wat aandelen betreft, zijn wij zoals steeds zeer gedisciplineerd, gediversifieerd en rustig blijven beleggen. Onze dis-

cipline slaat op een continue focus op doorgedreven analyses en waarderingen, van bedrijf per bedrijf, dag in dag uit. Wij kopen pas aan wanneer onze analyses duiden op een onderwaardering en wij verkopen wanneer ze duiden op een overwaardering.

Dit klinkt eenvoudig en saai maar is in feite complex en tegelijk boeiend. Complex omdat een financiële analyse 100% met de toekomst te maken heeft en de toekomst nog steeds moeilijk te voorspellen is.

Boeiend omdat beleggen eigenlijk betekent dat men voortdurend op zoek gaat naar enerzijds oplossingen (voor wereld's meest significante problemen) en anderzijds naar opportuniteiten die daarmee gepaard gaan. Het is best wel eigenaardig dat de “financiële markten”, die het mogelijk maken in te spelen op deze opportuniteiten, zo'n slecht imago hebben.

Het is in ieder geval een heel interessante vaststelling dat onze bedrijven er klaarblijkelijk goed in slagen deze globale opportuniteiten te benutten. Doorheen de hele crisis hebben deze bedrijven het goed tot uitstekend gedaan qua omzet en qua winstevolutie. “Globalization at Work” is al 10 jaar ons motto.

## 2. Hoe nu verder? Welke keuzes verwachten we voor u in het jaar 2011 te moeten maken?

Het jaar 2011 wordt ongetwijfeld een moeilijker jaar voor vermogensbeheer in zijn algemeenheid omdat extra rendement van extra risico's zal moeten komen, en de hamvraag is bijgevolg of wij bereid zijn deze extra risico's te nemen?

Ons laag-inflatie scenario zal begin 2011 serieus getest worden. Als gevolg van een reeks buitengewone omstandigheden gaat inflatie voor minstens een zestal maanden boven de traditionele 2% norm liggen. Dit ligt vandaag reeds in de verwachtingen en wij beschouwen dit dus meer als een opportuniteit dan als een echt gevaar.

Wij opteren er dus voorlopig voor om onze middellange obligaties aan te houden zoniet eventueel zelfs opportunistisch te verlengen.

Wij denken dat de **schuldenproblematiek van de Europese periferische landen** zoniet opgelost, dan weliswaar **beter ingekaderd zal worden**. Mocht de EU er immers in slagen de Griekse, Portugese en Ierse schuldenberg aan de huidige marktprijzen vast te leggen, door bijvoorbeeld de inkoop of de herstructurering van deze obligaties, of beide, dan zou dit probleem plots heel duidelijk “manageable” worden. Dit ligt heel duidelijk binnen onze verwachtingen maar hierop inspelen is nog wat anders.

Dit betekent wel dat de best presterende beurzen binnen Europa waarschijnlijk die van de periferie landen, zoals Italië of Spanje, zullen zijn. Dit betekent ook dat banken het wel eens heel goed zouden kunnen doen, weliswaar na het opkuisen van zware verliezen op hun Griekse, Portugese en Ierse obligaties. Opgeruimd staat netjes maar volatiliteit is gegarandeerd. Iedereen heeft stilaan wel begrepen dat **groei in de zogenaamde “Emerging Markets”** gebeurt. Dit gaat helaas ook gepaard met hogere inflatieverwachtingen en verstrakkende monetaire politieken. Inflatie en stijgende rentes vormen zelden het beste recept voor heel positieve investeringsreturns, zowel wat obligaties, aandelen en zelfs munten betreft. Pas dus op voor de aantrekkingskracht van economische groei.

De verrassing komt waarschijnlijk van de landen of regio's waar het zwaarst, het snelst en het moeilijkst in de staatsuitgaven gesnoeid gaat worden, Europa op kop! Geschiedenis wijst op redelijke snelle heropleving van de private “animal spirits” als de overheid verplicht wordt op te ruimen.

Zonder de problemen te willen onderschatten, integendeel, zijn wij er toch van overtuigd dat de doemscenario's, qua groei, veel te donker zullen blijken te zijn geweest.

Nadenken en voorzichtig schakelen is en blijft de boodschap.

## Update Japan

De voorbije weken hebben zich een aantal belangrijke en onrustwekkende gebeurtenissen voorgedaan:

1. De aardbeving in Japan,
2. De pogingen van Europa en de VS om tot een leefbaar fiscaal kader te komen,
3. De volksopstanden in het Midden-Oosten,

**Wij pleiten hier in de eerste plaats voor rust en voor duidelijke keuzes. De portefeuille van CapitalatWork is een voorbeeld van evenwicht, sterkte, diversificatie en liquiditeit.**

### 1. De aardbeving in Japan

Onze rechtstreekse blootstelling aan Japan is vrij beperkt, met een aandelenallocatie van amper 15 % in het Asia Fund van CapitalatWork, waarin op haar beurt de allocatie in Japanse bedrijven op zich slechts 20 % bedraagt en waarbij het wisselkoersrisico yen/euro 100 % is ingedekt.

Wij zijn echter onrechtstreeks blootgesteld aan Japan via het merendeel van onze wereldwijd actieve bedrijven. Hoewel het niet eenvoudig is om dit correct in te schatten, zijn wij over het algemeen de mening toegedaan dat er voor geen van onze bedrijven een extreem negatieve blootstelling bestaat.

Er is echter ook een zekere onrechtstreekse blootstelling aan de “nucleaire gevolgen van de ramp die Japan heeft getroffen. Let wel, dit is niet allemaal negatief. Een aantal ondernemingen, zoals EON, zouden hier gevolgen van kunnen ondervinden, namelijk wanneer zou worden beslist om de kerncentrales niet langer open te houden (een idioot idee). Maar, ... een aantal bedrijven, zoals niet-nucleaire elektriciteitsproductie bijvoorbeeld (gas), zou hier wel eens al grote overwinnaar uit kunnen komen.

Wij zijn echter van oordeel dat de ramp die Japan heeft getroffen het herstel van de wereldeconomie niet zal doen stilvallen. Dat is de reden waarom Japan geen reden is om te gaan panikereren.

### 2. De pogingen van Europa en de VS om tot een leefbaar fiscaal kader te komen

Europa worstelt nog steeds met de bijzonder moeilijke fiscale toestand van al zijn lidstaten, en vooral dan van Griekenland, Ierland en Portugal. Het fiscale probleem is mogelijkerwijze echter groter voor de VS en het beleid lijkt, ondanks de grote verschillen, al even complex.

Het goede nieuws is dat de toestand zo extreem slecht is dat politici deze niet langer kunnen negeren en dat de oplossingen eenvoudig zijn. De welvaartsstaat met zijn onhoudbare verplichtingen moet besparen. Een aantal belastingen (op kapitaal) zullen stijgen, de pensioengerechtigde leeftijd wordt opgetrokken en de

kosten voor gezondheidszorgen zullen via een verplichte verzekering in toenemende mate naar de consument (of de patiënt, zo u die term verkiest) worden doorgeschoven.

Hoewel het niet nieuw is, zijn wij van mening dat de landen, die de meeste moed aan de dag hebben gelegd en ingrijpende beslissingen hebben genomen om de tekorten terug te dringen, ook voor positieve verrassingen zullen zorgen. Onze posities op het vlak van overheidsobligaties focussen zich nog steeds op de Europese kernlanden, met een beperkte blootstelling aan Italië en een aanzienlijke blootstelling aan Noorwegen (onze veilige haven voor wat het nucleaire aspect betreft).

Wij hebben vooral belegd in Corporates (60 % van de vastrentende activa) waar de balansen zijn blijven verbeteren.

Onze grootste posities op het vlak van aandelen zijn het op alle fronten beter blijven doen: betere winstgevendheid, sterkere balansen, ... wij blijven rustig en zien lagere koersen als potentiële beleggingsopportuniteiten.

En in tegenstelling tot wat over het algemeen wordt gedacht (niet door CaW dus), is de euro nog steeds een toonbeeld van sterkte en weerspiegelt de munt de lage (core) inflatie, de fiscale beperkingen en de potentiële monetaire beperkingen.

### 3. De volksoptstanden in het Midden-Oosten

Het Midden-Oosten is mogelijkwerwijs de meest delicate toestand. Mogelijkwerwijs, omdat het kernwoord hier Saoedi-Arabië (SA) is.

Ik volg het Huis van Saud nu al ruim 15 jaar (met dank aan The Economist). Dat is inderdaad een lange tijd om zich zorgen te maken over een risico dat tot dusver is uitgebleven. *Maar dat is nu eenmalig het lot van iemand die andermans geld beheert. ;)*

Toen iedereen zich zorgen ging maken over Tunesië, Egypte of Libië, keken wij richting Saoedi-Arabië, en dat niet alleen omdat Saoedi-Arabië over enorme olie- en gasreserves beschikt, maar veeleer omdat Saoedi-Arabië over de grootste capaciteit lijkt te beschikken om zijn productie te verhogen en dus om problemen die zich elders zouden voordoen op te vangen.

Wanneer het Huis van Saud door ontevredenheid en onrust zou gaan wankelen, dan zou de olieprijs wel eens kunnen stijgen tot ruim boven de \$ 150 of \$ 200. En dat zou pas een reële bedreiging zijn voor de economische groei. Saoedi-Arabië is Bahrein binnen-

gevallen om de onrust door de shia te bedwingen, onrust die heel waarschijnlijk door Iran wordt gesponsord. Sunni SAOEDI-ARABIË vs. Shia IRAN! *Begrijpt u waar dit over gaat?*

Het is nu het moment om te vertrouwen op het huiswerk dat onze nuchtere analisten over individuele ondernemingen hebben gemaakt.

Als onze beleggers, onze portefeuillebeheerders of onze klanten niet bestand zijn tegen de Japanse aardbeving, dan houden wij beleggingen aan die wij niet zou mogen aanhouden want één ding is 100 % zeker: Japan zal nog door aardbevingen worden getroffen, net als andere gevoelige regio's overigens, zoals Californië of China.

*Heeft Buffett niet pas 9 miljard USD neergeteld voor Lubrizol?*

**Ivan Nyssen**  
April 2011 - GP nummer 55



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

25 jaar ervaring in vermogensbeheer  
Licentiaat Economie

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