

Global Perspectives

Maart 2009

1. De economie en de winsten van ondernemingen

De economische toestand is de voorbije maanden heel wat duidelijker geworden: wij worden wereldwijd geconfronteerd met een kredietschaarste, wat zorgt voor een daling van de economische activiteit, die op haar beurt zorgt voor een daling van de ondernemingswinsten.

De crisis die wij nu meemaken is het resultaat van een fatale combinatie van **een te hoge schuldgraad** en **een slechte allocatie van het kapitaal**. Om de rendementen op hetzelfde peil te houden of te verbeteren, zijn sommigen (en vooral dan de banken) steeds meer risico's gaan nemen.

Aangezien deze schadelijke cocktail jarenlang op grote schaal werd bereid, lijkt het er steeds meer op dat de gevolgen ervan ernstig en duurzaam zullen zijn.

Wat wij nu krijgen, is dus het boemerangeffect van een te hoge schuldgraad gedurende een te lange tijd, **een schuldafbouw of een noodgedwongen inkrimping van het krediet**. En dat doet de economie en alle spelers pijn, heel erg veel pijn, vooral dan diegenen met de zwaarste schuldenlast.

In tijden van kredietschaarste en in tijden van economische crisis zijn het de schuldgraad enerzijds, en de stabiliteit van de inkomsten anderzijds die het verschil **tussen overleven en niet overleven** maken.

Dat is dan ook de reden waarom wij, met de veiligheid van uw tegoeden in het achterhoofd, ons focussen op deze twee ideeën – **bepaalde schuldgraad en stabiele inkomsten**.

Maar ondanks alles vallen er ook in deze deprimerende omgeving enkele positieve nieuwtjes te rapen:

Niet iedereen heeft dezelfde historische fout gemaakt. Voor de excessen moet er vooral worden gekeken naar de financiële sector, met de banken op kop, waarvan de leverage (hefboom) vaak hallucinante proporties heeft aangenomen. Heel wat ondernemingen bevinden zich niet in diezelfde benarde situatie, integendeel.

De overheden hebben crisismaatregelen genomen en zijn vastbesloten om niet dezelfde fouten te maken als in de jaren dertig. Het verzet komt op gang. Te traag misschien, soms wat chaotisch, vanuit een helaas te nationalistisch perspectief.. maar het raakt hoe dan ook georganiseerd. Vooral in de USA heeft de regering Obama een indrukwekkende vuurkracht in stelling gebracht. Dat is ook wel nodig om het systeem terug in beweging te krijgen.

Een aantal **prijzen daalt** fors, met de grondstoffenprijzen en de zilverprijs als belangrijkste. Dat is zeer goed nieuws. Alleen al de daling van de olieprijs naar USD 40/50 per vat zal de energiefactuur in 2009 in vergelijking met 2008 met zo'n USD 1.500 miljard doen dalen, wat goed is voor 2% à 3% van het BBP wereldwijd. Uiteraard is dat geen goed nieuws voor de olieproducenten.

Het monetaire beleid van de ECB heeft een achterstand van tenminste zes maanden, maar ondertussen hebben wij toch al zes maanden **gevoelig lagere rentevoeten**. Ondanks de veralgemeende scepsis moet deze rentedaling vanaf het 2^e of 3^e kwartaal van het jaar haar vruchten beginnen af te werpen.

Bepaalde erg belangrijke markten geven teken van leven. Daarbij denken wij in het bijzonder aan de markt van de **bedrijfsobligaties** (corporate bonds). Ondernemingen met een redelijke schuldgraad zijn er in de loop van dit eerste kwartaal in geslaagd om behoorlijk wat nieuwe obligaties uit te geven, tegen vrij gunstige voorwaarden (voor de emittent en voor de belegger). Dat wijst er bovendien op dat er liquiditeiten genoeg zijn voor eenvoudige beleggingen met een redelijk risico.

Wij zien een herneming van de aankondigingen van **strategische transacties**. Wij denken dat dit nog maar het begin is. De tussen de ondernemingen bestaande verschillen op het vlak van rijkdom en de historisch lage prijzen creëren kansen waar de sterkste ondernemingen van zullen profiteren.

De **rentecurve stijgt opnieuw**, wat historisch gezien altijd al een goed voorteken is geweest van economische heropleving. Dat lijkt, zoals steeds in tijden van recessie, moeilijk te geloven omdat de ontwrichting zo groot was, maar we zullen zien.

Het erg slechte nieuws is dus het faillissement van het banksysteem, de sector die vroeger op basis van de beurskapitalisatie de grootste sector ter wereld was.

In heel wat gevallen (zie België) werden de eigenaars/aandeelhouders en de verschaffers van achtergestelde leningen gewoon van de kaart geveegd.

Komen de ervaren kredietverleners er zonder kleerscheuren vanaf? Als we de obligatiekoersen mogen geloven, zal dat niet het geval zijn.

Komen de depositohouders er ongedeerd uit? Als we de regeringen mogen geloven, ja.

De grote vraag die zich (zeer binnenkort) zal stellen, is hoe de overheden hun huidige tussenkomsten gaan financieren?

Er zijn, uiteraard, geen eenvoudige oplossingen.

De belastingplichtigen zullen, zoals steeds, een grotere bijdrage moeten leveren, zowel geldelijk als op het vlak van het aantal arbeidsjaren. Met andere woorden, de belastingen en de pensioengerechtigde leeftijd zullen omhoog gaan (het wordt overigens hoog tijd).

2. Dalende rentevoeten

Wij hebben u regelmatig gewezen op het onvermijdelijke van een forse rentedaling tijdens een economische crisis en op de risico's (herbeleggingsrisico's) die een dergelijke daling inhoudt voor wie leeft van zijn kapitaal.

Als u besloten heeft om niet langer de onvermijdelijke volatiliteit van de prijzen en de rendementen die samenhangen met risicobeleggingen te ondergaan en u heeft, bijvoorbeeld, uw geld op korte termijn belegd bij de overheid of bij uw bank, realiseer u dan dat uw rendement snel afstevent op nul.

Er zijn gelukkig alternatieven! Alternatieven die zeker niet zonder risico zijn (het nulrisico bestaat nu eenmaal niet), maar waarvan de risico's beheersbaar en gediversifieerd zijn.

Corporate bonds (obligaties uitgegeven door ondernemingen) bieden historisch hoge rendementen waarvan u kunt profiteren, en waarmee u tegelijkertijd ook de economie een dienst bewijst.

Opgelet, **selectiviteit** en **diversificatie** zijn hier sleutelbegrippen!

3. De psychologie van de belegger

In normalere tijden is de psychologie van de belegger moeilijk te vatten.

Vandaag is echter één ding zeker: **beleggers zijn zelden, om niet te zeggen nooit, pessimistischer geweest.** Een gerechtvaardigd pessimisme, denkt u. Uiteraard, zeker even gerechtvaardigd als tijdens vroegere crisissen, zo niet meer.

Het probleem, en de opportuniteit, is dat **dit pessimisme besmettelijk is en leidt tot lawinebewegingen en vaak irrationeel gedrag.**

Hoe meer de financiële activa in prijs dalen en goedkoper worden, hoe meer de eigenaars er immers zo snel mogelijk vanaf willen. Dat is vreemd!

Wij zien inderdaad geen enkele belegger meer die belangstelling heeft voor een belegging in aandelen, en dat ondanks de onwaarschijnlijk lage waarderingen!

4. De waardering van activa en de verwachte rendementen

4.1. Overheidsobligaties

De overheidsrente staat (tenminste in serieuze landen) op haar laagste punt en vertegenwoordigt nog slechts weinig tot geen waarde.

Alleen vanuit het perspectief van een depressie en een zware, langdurige deflatie kunnen rendementen van 1 tot 3% aantrekkelijk zijn. Dat is duidelijk niet hoe wij de toekomst zien.

4.2. Bedrijfsobligaties

Na 18 maanden lang miljoenen beleggers pijlsnel te hebben zien kiezen voor minder risicovolle activa, staan de rendementen van risicodragende activa, en meer bepaald van corporate bonds, op een bijzonder hoog peil. Wij herhalen: wij denken dat hier veel waarde in zit.

Het is voor ons enigszins een raadsel waarom zoveel spaarders op korte termijn met hun geld bij de bank blijven terwijl de rente vrijwel nul bedraagt, in plaats van hun geld tegen een hogere rentevoet dan bij de bank voor langere termijn te lenen aan een aantal "gezonde" ondernemingen.

Onze teams van analisten hebben een erg interessante oefening gedaan en een onderscheid gemaakt tussen ondernemingen met een redelijke schuldgraad en overige ondernemingen.

De ondernemingen waarvan wij obligaties in portefeuille hebben, hebben gemiddeld een nettoschuldgraad die overeenkomt met 6 maanden tot 2 jaar van de operationele cashflow. Dat is zeer beheersbaar.

4.3. Aandelen

Nooit ... maar dan ook nooit hebben wij aandelen zo laag gewaardeerd gezien als vandaag en wij zijn ervan overtuigd dat wij wellicht nooit meer even lage waarderingen, zoals tijdens deze crisis, zullen meemaken.

Dat is niet echt een grote verrassing omdat men gerust kan stellen dat een dergelijke ontwrichting van de financiële markten gevolgd door een brutaal stilvallen van de economische groei zich sinds de jaren '30-'35 niet meer heeft voorgedaan.

De gemoedstoestand van de beleggers wordt dus bijzonder zwaar op de proef gesteld.

De ondernemingen waarvan wij aandelen in portefeuille hebben, genereren, op basis van erg conservatieve ramingen, vrije kasstromen die overeenkomen met gemiddeld 6% tot 12% van hun beurskapitalisatie. Dat is enorm! Vooral wanneer de overheidsrente zo laag is.

Conclusie

De financiering van ondernemingen biedt een historische kans, of dat nu via obligaties of via aandelen is!

Er zijn risico's die gemanaged moeten worden, maar de rendementen zullen hoog zijn.

De koersen zijn zo laag dat er zelfs geen indrukwekkende economische groei nodig is om een hoog rendement te halen. Een matige en niet al te zeer inflatoire groei volstaat ruimschoots.

Zij die geen risico's willen nemen (wat begrijpelijk is), zullen zeer binnenkort worden geconfronteerd met risicoloze rendementen die zeer dicht in de buurt van nul komen! Niets doen zou ook een historische fout zijn.

Met vriendelijke groet,

Ivan Nyssen, CEO & CIO CapitalatWork

CapitalatWork, 13 maart 2009.

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.