

Global Perspectives

1st Helft 2010

Als beleggen niets anders is dan het kopen van een toekomstig maar onzeker inkomen (uit rente, dividenden, huur...), wacht de beleggers in 2010 een bijzonder uitdagende omgeving.

Waarom?

Omdat ...

1. in een wereld met een lage inflatie het verwachte rendement voor vastrentende beleggingen met een beperkt risico laag is, in bepaalde gevallen bijna nul.
2. beleggingen met een hoger rendementspotentieel gevonden worden bij investeringen met een hoger risico en een hogere volatiliteit zoals aandelen, waarvan de koers in de meeste gevallen al weer met 50% tot 100% gestegen is, vanaf de paniekniveaus van begin 2009.
3. de meeste, zo niet alle beleggers meer risico-avers zijn geworden tijdens de financiële en economische crisis en zij daarom mentaal niet klaar zijn voor deze nieuwe situatie.
4. de regeringen worden geconfronteerd met aanzienlijke budgettaire tekorten en het doorgaans voor hen makkelijker is om de belastingen te verhogen dan om de uitgaven te drukken. Omwille van de hoge werkloosheid en de al erg hoge belasting op arbeid, mag ervan worden uitgegaan dat de belastingen op kapitaal en op inkomsten uit kapitaal zullen stijgen.

1. 2009 was opnieuw een jaar voor in de geschiedenisboeken!

De financiële en economische omgeving werd het voorbije jaar omwille van extreme economische scenario's nog maar eens gekenmerkt door extreme volatiliteit.

De eerste twee maanden van het jaar leek het erop dat het eind van de wereld nabij was. Het machtsvacuüm in de VS deed daar uiteraard geen goed aan. De markten voor effecten van ondernemingen, met zowel aandelen als obligaties, bleven in een neerwaartse spiraal zitten. De aandelenmarkten verloren in amper twee maanden 20% tot 30% en de kost van geleend kapitaal liep op tot een in honderd jaar tijd nooit gezien peil.

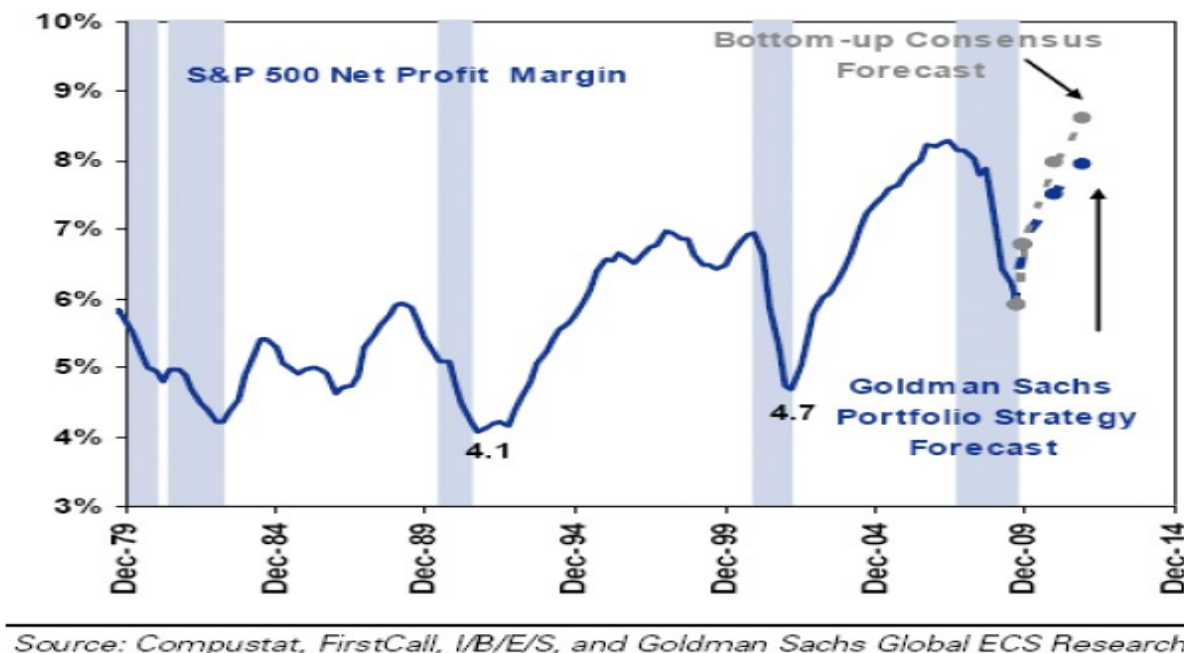
En toen kwam er stabiliteit.

Aan beide zijden van de Atlantische oceaan maakten de regeringen duidelijk dat zij geen grote financiële instelling meer ten onder zouden laten gaan. **De centrale banken verlaagden de korte rente tot bijna nul en daalde het rendement op staatsobligaties tot een historisch dieptepunt, op basis van langetermijn deflatiescenario's.**

De overheid schoot te hulp om de dalende privébestedingen te vervangen door overheidsuitgaven en de centrale banken pompten nooit eerder geziene bedragen in de naar cash snakkende banken.

De economische groei ging van zeer negatief tot gematigd positief.

Maar de grootste verrassing kwam wel van het bedrijfsleven dat eens te meer bewees in staat te zijn om zich aan te passen. Kwartaal na kwartaal verrasten bedrijven uit alle sectoren en regio's met positief nieuws over hun winstgevendheid, dankzij herstructureringen, die al twee jaar eerder waren opgestart - voordat de crisis toesloeg.



Deze betere winstgevendheid in combinatie met de relatief gezonde balansen (met uitzondering van banken) leidde tot een dramatische bijstelling van het faillissementsrisico van bedrijven (later meer hierover). Tussen begin maart en het einde van het jaar kwamen de markten voor bedrijfsmiddelen terug tot leven. Van het "einde-van-de-wereld"- dieptepunt begin maart, daalde het effectieve rendement op bedrijfsobligaties met 2% tot 4%; de obligatiekoersen stegen met 15% tot 30% en de aandelenmarkten liepen op met 50% tot 100%.

De fondsen van CapitalatWork hebben in 2009 zowel in absolute- als relatieve zin uitstekende resultaten gerealiseerd.

CapitalatWork Funds	31 st of December 2009 – Full Year return - €
Cash+ at Work	+5,24%
Cash+ Opportunities	+2,23%
Inflation at Work	+5,38%
Government Bonds at Work	+3,01% (launched on 15 th Jun09)
Corporate Bonds at Work	+17,12%
European Equities at Work	+32,61%
American Equities at Work	+34,31 (37,67% in \$)
Asian Equities at Work	+45,68%
Contrarian Equities at Work	+40,40%
Contrarian Euro Equities at Work	+28,11%
Global Opportunities at Work	+32,23%

Hoe moet het nu verder?

2. De economie en de winst van de ondernemingen.

Wat van kapitaal belang is, is dat de belangrijkste thema's die tot de crisis hebben geleid, namelijk een buitensporige schuldgraad, de kredietcrisis en de economische crisis (daling van volumes en prijzen) nog steeds relevant zijn, en dit ondanks het feit dat depressiescenario's konden worden vermeden.

De buitensporige schuldgraad werd in de praktijk echter overgeheveld van de privé sector naar de openbare sector!

Net zoals niet alle mensen of ondernemingen gelijk zijn, zijn ook niet alle regeringen en hun belastingbetalers gelijk. De financiële markten zijn eigenlijk nog maar net begonnen met het proces om te bepalen of regeringen in staat zijn om hun nieuwe verplichtingen na te komen.

Hoe de economie er zal gaan uitzien, hangt daarom in grote mate af van de plaats waar u woont. De economische omgeving in IJsland, Griekenland of Venezuela zal sterk verschillen van Duitsland, Brazilië of China.

Landen met zeer grote tekorten, een massale overheidsschuld en een wankele belastingbasis (om niet te spreken van een geschiedenis van statistische fraude) zullen het nog heel erg moeilijk krijgen aangezien de markten hen zonder compassie zullen afstraffen.

IJsland zit al in een depressie en Griekenland stevent op een diepe recessie af. En hoe moet het met Spanje, Portugal en Italië waar de ontleningskosten fors stijgen? Andere landen zullen van zeer nabij worden gevolgd.

In een geglobaliseerde wereld zijn dit ernstige redenen die aanzetten tot voorzichtigheid en selectiviteit.

Wat houdt dit in voor de belastingbetaler?

De belasting op arbeid is al te hoog en de werkloosheid is groot, wat betekent dat de extra bijdrage van arbeid in het merendeel van de gevallen zal neerkomen op het presteren van **meer uren, weken, maanden en jaren. De pensioenleeftijd zal, eindelijk, worden opgetrokken.**

De financiële markten, hun deelnemers (banken, investeerders, beleggingsfondsen, verzekeraars, ...), hun levensbloed (kapitaal en transacties) en hun schuilplaatsen (offshore centra) worden een ideaal politiek doelwit. **De belastingen op het bezit van kapitaal, het inkomen uit kapitaal en de overdracht van kapitaal gaan omhoog.**

Zal de economische toegevoegde waarde (het BBP van een land is de som van alle toegevoegde waarde in dat land) zwaarder worden belast, bijvoorbeeld door hogere vennootschapsbelastingen of een hogere BTW?

Wordt vervolgd ...!

3. Interestvoeten en inflatie.

Reeds eind 2007, begin 2008 (te midden van de angst voor inflatie) waarschuwden wij al voor de risico's van deflatie (prijsdalingen) als een logisch gevolg van de economische crisis.

In 2009 kregen we effectief negatieve inflatiecijfers, zij het maar eventjes.

In het licht van de nooit eerder geziene monetaire en fiscale versoepeling door centrale banken en overheden en de stijging van prijzen voor bepaalde grondstoffen valt het te begrijpen dat men zich opnieuw zorgen maakt over inflatie. Uiteindelijk heeft Milton Friedman ons geleerd dat inflatie in essentie een monetair verschijnsel was.

Bij CapitalatWork blijven wij ons meer zorgen maken over de deflatoire gevolgen van de verdere schuldafbouw (= monetaire verstrakking) en de daarmee samenhangende economische problemen (werkloosheid en overcapaciteit) dan over inflatie.

Twee redeneringen waar wij niet in geloven:

1. De overheid (en andere participanten met een te hoge schuldgraad) hebben inflatie nodig om hun schuldenlast te verlichten. Wij zijn van oordeel dat een hogere inflatie leidt tot fors hogere rentevoeten die, door bestaande inflatiegerelateerde obligaties alsook nieuwe uitgaven van niet-inflatiegerelateerde obligaties, de last snel zouden doen stijgen.
2. Omdat regeringen een beetje inflatie nodig hebben, krijgen zij die ook. Wij zijn van oordeel dat dit een naïef argument is en een schromelijke onderschatting van het deflatoire effect van de huidige schuldafbouw, van de hoge werkloosheid en de wereldwijde overcapaciteit, evenals van het voornemen van zogezegd onafhankelijke centrale banken en van de waakzaamheid van de obligatiebeleggers om de inflatie niet uit de fles te laten. Een meer cynische en tegendraadse visie zou zijn dat juist omdat regeringen met een overmatige schuldenberg aankijken wel wat inflatie kunnen gebruiken, zij juist GEEN inflatie zullen krijgen.

Het logische gevolg is dat wij in onze portefeuilles **de voorkeur blijven geven aan langlopende activa zoals obligaties en aandelen** en dat wij veel aandacht blijven besteden aan de schuldgraad van de emittenten, of dat nu ondernemingen dan wel overheden zijn.

4. Beleggerssentiment en - psychologie.

Tijdens iedere crisis worden beleggers meer risico-avers. De crisis van 2008 bracht ons dicht bij een totale instorting van het financiële stelsel en aan de rand van een diepe en wereldwijde depressie, met een nagenoeg onhoudbare volatiliteit op de kapitaalmarkten.

Beleggers kozen voor de allerveiligste veilige haven, namelijk overheidspapier of effecten met overheidswaarborg, en ondanks het feit dat het rendement nagenoeg nul bedraagt, zijn zij niet meteen bereid om grotere risico's te nemen.

Op basis van dit inzicht namen wij in de zomer van 2008 (zes maanden te vroeg) het controversiële standpunt in dat het niet nemen van risico's vroeg of laat het grootste risico zou blijken te zijn.

Het idee was niet zozeer dat risicomijdende beleggers de forse koersstijgingen zouden mislopen (wat gebeurd is), maar dat zij het zouden betreuren dat zij NIET de aantrekkelijke, toekomstige maar onzekere cashflow hebben gekocht die je mag verwachten wanneer je "kapitaal aan het werk zet". Vasthouden aan cash levert helemaal geen rendement op.

Dat is het steeds weerkerende raadsel waarmee beleggers en beleggingsbeheerders worden geconfronteerd: geen risico staat gelijk met geen rendement terwijl het nemen van risico's borg staat voor volatiliteit en de mogelijkheid op rendement.

Deze kennis legt de grondvesten voor de taak waarvoor wij staan: beleggers en hun beheerders moeten manieren zoeken en bespreken om de risico's te beheren en om de volatiliteit te beperken terwijl zij kapitaal laten renderen.

5. Waardering van activa en het verwachte rendement.

Het rendementsperspectief is de afgelopen 12 maanden ingrijpend veranderd.

5.1. Op vastrendend gebied:

	Europe	North-America
Government Cash	0% to 1%	0% to 1%
Corporate Cash	1% to 2%	1% to 2%
Inflation-Linked Government Bonds	0% to 1,5%	0% to 2%
Discounted Inflation	1,5% to 2,5%	0,5% to 2,5%
Nominal Government Bonds	1,5% to 4%	1,5% to 4,5%
Corporate Bonds	2,5% to 5,5%	3% to 6%

Wij zien waarde in langlopende staatsobligaties; in de eerste plaats als diversificatie ten opzichte van bedrijfsobligaties en aandelen en ten tweede vanwege onze voorzichtige, desinflatoire visie op de wereld. Wij verkiezen nominale staatsobligaties boven inflatiegerelateerde obligaties omdat de daarin verdisconteerde inflatie (1,75% tot 2,5%) hoger is dan onze verwachtingen.

Wij zijn ook van mening dat ook bedrijfsobligaties nog altijd waarde bieden.

Zoals uit de bovenstaande grafiek blijkt, zitten de kredietopslagen niet meer op hun eerdere paniekniveaus, maar zijn ze nog steeds behoorlijk. De huidige kredietopslagen gaan uit van 10% tot 15% wanbetalers, voor de komende vijf jaar voor emittenten van investment grade – hetgeen nog steeds boven de historische norm is.

5.2. Verwacht rendement voor aandelen:

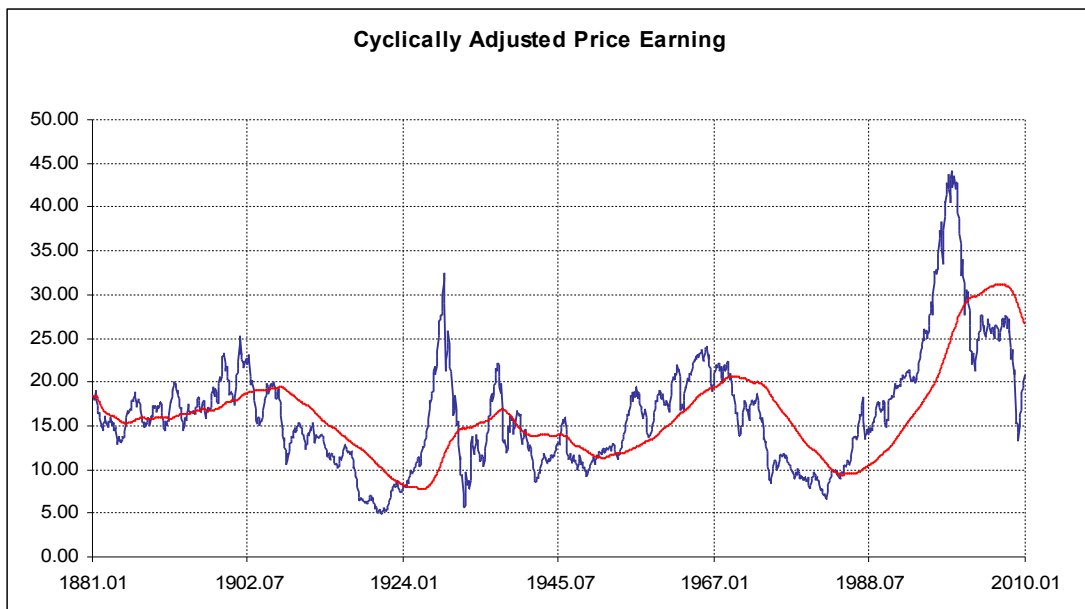
Dit is een nog veel lastiger noot om te kraken, aangezien de toekomstige inkomstenstroom, die voor het waarderen van aandelen moet worden verdisconteerd (dividend, winst of cashflow), per definitie hoogst onzeker is.

	Europe	North-America
Index 1 st of Jan 2010	DJStoxx600 = 260	S&P500 = 1125
CaW Expected EPS 2010	17,60 €	68,30 \$
P/E	14,8x	16,5
Earnings Yield	6,77%	6,07%
Implied Growth Rate	3.20%	4,30%
Consensus Dividends	9 / 9,50 €	22 / 23 \$
Dividend Yield	3,70%	2,0%

De meeste mensen bezien aandelen altijd in termen van potentiële koerswinst of -verlies. In feite zou de belegger zich echter vooral moeten richten op de inkomstenstroom uit dividenden. Dividenden zijn vooral aantrekkelijk in Europa, maar wanneer rekening wordt gehouden met de inkoop van eigen aandelen, zijn zij dat ook in de US.

Aangezien het rendement van vastrentende beleggingen nu heel erg laag is, zal er meer aandacht gaan naar dividenden als een indicatie van de toegevoegde waarde.

110 jaar Cyclically Adjusted P/E of CAPE (voor cycli aangepaste koers-/winstverhouding):

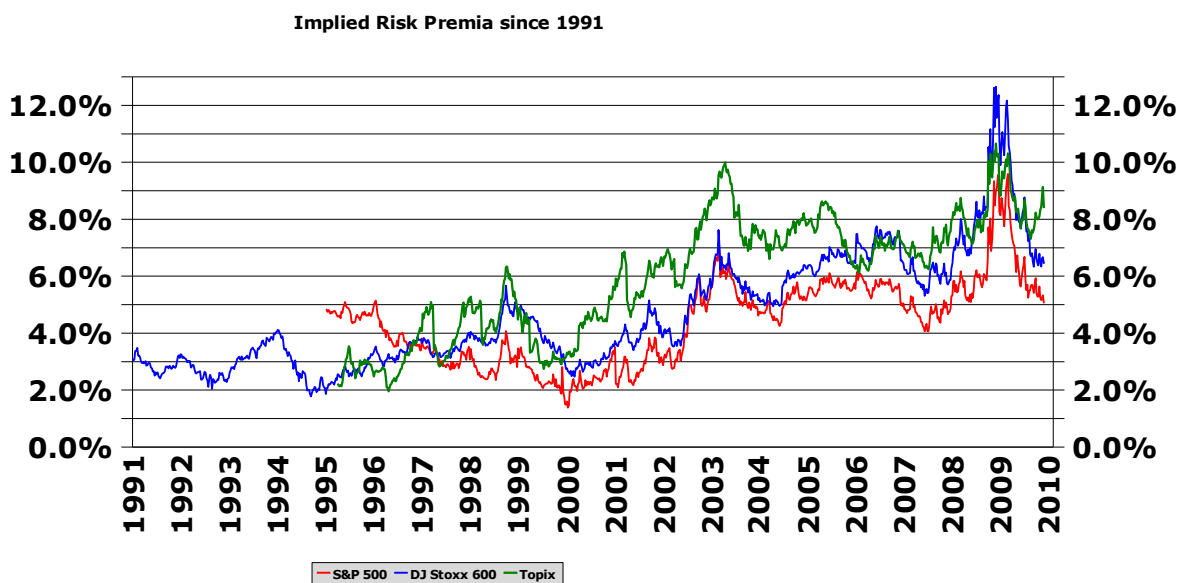


Het voordeel van cyclisch aangepaste Koers/Winst verhoudingen (cyclically adjusted P/E) is dat pieken en dalen worden uitgevlakt en het een beeld geeft van de langetermijn winstgevendheid door de business cycli heen.

Deze indicator geeft aan dat aandelen nu volledig in lijn met hun langjarige gemiddelde liggen, wat betekent dat gezien de huidige beperkte winstcijfers de waarderingen OK zijn.

Gezien het erg lage rendement op obligaties moet de redelijke prijs in feite wezenlijk boven het historisch gemiddelde uitkomen.

CapitalatWork – 20 jaar Risicopremies – Europa, USA en Japan:



Hierboven ziet u hetzelfde plaatje: vanaf de torenhoge risicopremies eind 2008, als gevolg van zeer lage koersen, zijn de risicopremies op meer normale niveaus gekomen, wat wijst op normalere waarderingen. Dit betekent overigens niet dat er van deze beleggingscategorie geen rendement mag worden verwacht. Dit betekent dat het **rendement van aandelen** op basis van de huidige koersen, **vooral moet komen van winstgroei**.

Voor wat de waardering van aandelen betreft, is de conclusie doorgaans deels dezelfde. Hoe u het ook bekijkt, wij zijn mijlenver verwijderd van de paniekerige dieptepunten, maar historisch gezien is de waardering nog steeds interessant, op voorwaarde dat er een zekere winstgroei is, en daar ziet het er toch naar uit.

Met een sterke balans en een rendement op cash van bijna nul, zullen bedrijven overnames doen, waarschijnlijk zelfs veel overnames.

6. Beleggingsstrategie

In het licht van het bovenstaande, hanteren wij bij CapitalatWork de volgende indicatieve middelenverdeling (asset-allocatie) voor onze balanced portefeuilles (max 50% aandelen).

Asset Classes			
Sub-Asset Classes			
Cash 5%			
Corporate Cash 50%	Government Cash 50%		
Fixed Income 50%			
Nominal Government Bonds 20%	Inflation-Linked Government Bonds 10%	Corporate Bonds 55%	Emerging Mkts Bonds 15%
Equities 45%			
American Equities 20%	European Equities 40%	Asian Equities 10%	Other 30% Contrarian Equities 25% Best of Equities 5%

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, januari 2010.
Verantwoordelijke uitgever: Ivan Nyssen

Disclaimer : Dit researchdocument werd gecreëerd door CapitalatWork Foyer 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 Foyer 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 Foyer Group.