

Globale vooruitzichten voor het eerste semester van 2008

Na de turbulente tijden die we sinds midden juli hebben door-
gemaakt, en de volatiliteit van de laatste weken, is het opnieuw
hoog tijd voor een update van onze globale vooruitzichten.

Het duidelijke verschil in koersevolutie tussen 'economisch
gevoelige' en 'defensieve' sectoren over de afgelopen zes
maanden, en specifiek de laatste weken, heeft een duidelijke
boodschap: **de vrees voor een recessie uit zich in de
aandelenkoersen.**

Zoals reeds eerder aangehaald, is het duidelijk dat belangrijke
problemen in de financiële wereld hun impact hebben op an-
dere sectoren. Net zoals het duidelijk is dat een significante
verzwakking van de Amerikaanse economie gevolgen zal heb-
ben voor de rest van de wereld. Hoe groot die impact zal zijn,
is nog een vraagteken.

We benadrukken nogmaals dat een economische vertraging
ons nooit echt zorgen heeft gebaard. Een vertraging kent ook
positieve neveneffecten, zoals een lagere inflatie, lagere ren-
tevoeten, herstructureringen, toenemende productiviteit en
uiteindelijk ... herstel.

Ondanks het feit dat het nieuws over de Amerikaanse huizen-
markt de laatste weken nog altijd niet positief is, zijn we over-
tuigd dat de algemene omgeving beduidend verbeterd is.

Sinds het uitbreken van de crisis in juli 2007, hebben wij ons
zorgen gemaakt over een systeemrisico in de financiële sector.
Er hebben zich ongelukken voorgedaan, maar uiteindelijk heb-
ben ze niet geleid tot een systeemcrisis. Wij zijn er nu van over-
tuigd dat die er ook niet zal komen, niettegenstaande het feit
dat we wel degelijk te maken hebben met een kredietcrisis.

Een crisis wordt enkel opgelost als men het onderliggende pro-
bleem erkent, wanneer verliezen worden toegegeven, verliezen
worden afgeschreven, er herkapitalisatie is daar waar nodig,
wanneer de overheid ingrijpt... en de interestvoeten dalen.

De interestvoeten, zowel lange als korte, zijn gedaald en de
centrale banken zijn in staat om de korte rente – indien nodig
– nog verder te laten dalen. Mocht de kredietcrisis onvermin-
derd aanhouden, zullen ook andere prijzen (naast de huizen-
prijzen) dalen en zou de inflatievrees mee worden ingedijkt.

De actoren uit de sector van de financiële dienstverlening heb-
ben de voorbije maanden erg hard gewerkt om duidelijkheid
te creëren met betrekking tot hun blootstelling aan deze crisis,
om hun potentiële verliezen te kwantificeren, om een deel van
deze verliezen af te schrijven (er volgt wellicht nog meer) en
om tot slot na te gaan of hun business model duurzaam is en
hoe hun verdere groei te bewerkstelligen.

Bij een aantal spelers heeft bovenstaand proces al geleid tot
de moeilijkste conclusie van al, namelijk dat een herkapitali-
satie nodig is. De voorbije weken werden immers een aantal
herkapitalisaties doorgevoerd tegen spotprijzen: Countrywide,
Citigroup, FreddieMac, Fortis, Merrill Lynch, Morgan Stanley
enz, ... Interbancaire tarieven blijven echter verbazingwek-
kend hoog; toch hebben we voor de eerste keer in meerdere
maanden een versoepeling gezien. **We denken dat het pro-
bleem stilaan onder controle is!**

Tijdens deze turbulente periode hebben we een aantal (op
opties gebaseerde) veiligheidsmechanismen ingebouwd die de
portefeuilles en onze aandelenfondsen nauwelijks iets kosten.
**Als zou blijken dat die veiligheidsmechanismen te conserva-
tief en niet goed getimed waren, dan zij dat maar zo.**

Onze bezorgdheid was terecht en de veiligheidsmechanismen
hebben ons en onze cliënten in staat gesteld om de kalmte te
bewaren.

Even verder kijken dan de vastgoedmarkt in de VS ...

Wij promoten het 'Globalization at Work' thema nu al vier jaar.
We leven in een globaliserende wereld die een algemene ster-
ke groei kent, maar waarin regio's en groeiperiodes kunnen
verschillen. Dit versterkt ons alleen maar in de overtuiging dat
klanten geïnvesteerd moeten zijn in 'global companies'!

Tel daar de ruime USD-indekking, die onze beleggers heeft be-
schermd tegen de zwakke USD, nog bij en u stelt vast dat onze
portefeuilles en fondsen het tot eind juni 2007 zowel in abso-
lute als in relatieve termen uitstekend deden.

Vanaf eind juni hebben onze fondsen en portefeuilles een
underperformance laten optekenen omdat wij relatief weinig
defensieve aandelen aanhielden, zoals telecoms, energie-
leveranciers, voeding, drank en IT-bedrijven, en omdat we
overwogen waren in economisch gevoelige aandelen. Zo zijn
er bijvoorbeeld de zwakker presterende media-aandelen (die
gevoelig zijn voor de advertentiemarkt) of de aandelen in de
bouw- en materialensector. Het is dus niet zozeer onze weging
in financiële waarden (10% à 20%) die onze resultaten beïn-
vloed heeft.

Onze obligatiefondsen langs hun kant hebben noch leverage,
noch posities in asset-backed securities of hypotheekleningen.

Onze ervaring met vorige crisissen bevestigt dat er geen redenen tot ongerustheid en paniek zijn, integendeel.

We zijn 'eigenaars' van fantastische bedrijven, bedrijven die wereldwijd actief zijn en hieruit inkomsten realiseren, die enorm veel vrije cash flow genereren en een bijzonder sterke balans kunnen voorleggen, wat maakt dat ze niet of slechts matig afhankelijk zijn van krediet.

De laatste maanden hebben we het management van de meeste bedrijven ontmoet en we blijven overtuigd van hun gezonde perspectieven, zelfs in het kader van een vertragende economie.

Deze fantastische bedrijven worden momenteel **aan lage koersen** gewaardeerd! De waarderingen van het merendeel van deze aandelen leiden tot de volgende oude uitspraak "a wall of worry masks a mountain of opportunity" (achter een muur van zorgen gaat een berg van kansen schuil).

Wij hebben in het verleden al turbulente tijden doorstaan en hopelijk daaruit onze lessen geleerd. We blijven gefocust op de 'fundamentals' in onze portefeuille.

De vraag is dan ook niet óf de waarde van onze portefeuilles terug zal stijgen, maar wanneer!

Waar ziet CapitalatWork waarde?

1. Onder het motto van "eerst handelen, dan nadenken" hebben we de laatste vier maanden een 'vlucht naar kwaliteit', met name staatspapier, meegemaakt. Er is dan ook geen of nauwelijks waarde te bespeuren in nominale overheidsobligaties met vaste coupon. We hebben een duidelijke voorkeur voor inflatiegebonden overheidspapier; de daarin verdisconteerde inflatie is immers laag.
2. Bedrijfsobligaties bieden opnieuw waarde. Dit geldt zeer zeker voor obligaties van financiële instellingen, maar selectiviteit is hier doorslaggevend.
3. Algemeen gesproken is er heel wat waarde te bespeuren in aandelen. Vandaag de dag is het 'contrarian' te beweren dat er meer waarde en minder risico aanwezig is in bedrijven die gevoelig zijn voor een globale economische groei. Meer defensieve sectoren zijn duur geworden. We zijn overtuigd dat ons 'globalization at work' thema, dat we al vier jaar naar voren schuiven, nog altijd van kracht is !
4. De daling van de USD ten overstaan van de Euro ligt grotendeels achter ons.
5. De 'nieuwe' munten in het algemeen en de Aziatische munten in het bijzonder bieden waarde. Hun waardering à la hausse ten overstaan van de USD en de Euro gedurende de komende tien jaar is voor ons het belangrijkste gegeven. Volatiliteit en complexiteit gegarandeerd.

ASSET VALUATION AND EXPECTED RETURNS

Bekijk onderstaande tabel en bijhorende grafiek betreffende de huidige en verwachte returns van de basis asset-classes (activaklassen) per eind december 2007.

Fixed Income Funds	2007 YTD 31st of December	Morningstar Peer Groups Average YTD	YTD Outperformance
Bonds at Work	-0,84%	-0,70%	-0,14%
Inflation at Work	1,94%	-0,70%	2,64%

Equity Funds			
American Equities at Work (in Usd !)	-7,24%	5,87%	-13,11%
European Equities at Work	5,05%	0,59%	4,46%
Asian Equities at Work	9,83%	5,90%	3,93%
Contrarian Equities at Work	-3,27%	-0,28%	-2,99%
Contrarian Euro Equities at Work*	-5,03%	-5,59%	N/A
Fundamental Eurostocks Index**	-2,54%	-5,59%	N/A

Asset Allocation Funds			
Global Markets	6,00%	0,70%	5,30%
Global Opportunities***	3,33%	0,70%	2,63%

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

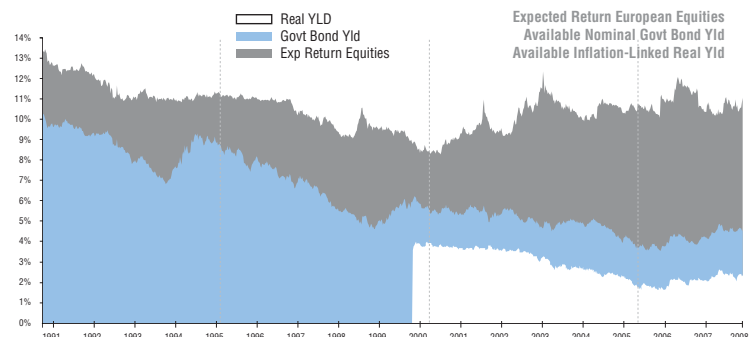
** De performance sinds de lancering van het fonds in mei 2007.

*** 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, Chief Executive Officer
Januari 2008 - GP nummer 46



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

23 jaar ervaring in vermogensbeheer
Licentiaat Economie

Tussen 1987 en 1994 was Ivan Nyssen werkzaam als Institutioneel Manager bij Lehman Brothers. In 1994 vervoegde hij 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.