



PROSPONAUT 4de kwartaal 2008

AAN AL ONZE LEZERS WENSEN WIJ EEN GELUKKIG EN VOORSPOEDIG 2009!

Macro-economisch : trage economische groei voor jaren.

De waarderingen op de beurzen schijnen hier al rekening mee te houden. De deleveraging, die het hele 4^{de} kwartaal over de markten raasde, lijkt ons voorlopig voorbij. Hedge fondsen moesten alles wat nog verkoopbaar was tegen eender welke prijs dumpen om aan de cash opvragingen van eindejaar te kunnen voldoen. Om het einde van de deleveraging te voorspellen baseren wij ons op het feit dat JPY en USD, de munten bij uitstek waar in geleend was om te speculeren, niet meer stijgen bij dalende beurskoersen. Ook de VIX volatiliteitsindex stijgt niet meer bij dalende koersen. Voorts zijn de interbancaire tarieven veel gedaald en meer in lijn met de richtinggevende centrale banktarieven van 0.25 % in de US en 2,5% in Europa. Indien de deleveraging niet opnieuw op gang komt door bijvoorbeeld de liquidatie van de Madoff fondsen of hernieuwde cash opvragingen in de hedge fonds industrie, lijken de markten ons gestabiliseerd en ligt het dieptepunt achter ons. Indicaties voor nieuwe deleveraging en nieuwe dieptepunten zullen opnieuw moeten gezocht worden in stijging van de JPY en USD gekoppeld aan dalende beurskoersen. Ook het resultaatenseizoen dat start op maandag 12 januari, faillissementen en jobverlies kunnen voor negatieve verrassingen zorgen , maar dit zal ons inziens slechts kunnen leiden tot beperkte dalingen. Om duurzame beursstijgingen te zien moet evenwel eerst de hypotheekmarkt in de US herstellen en moeten bedrijven zich vlotter en tegen lagere tarieven kunnen herfinancieren. In het Westen betekent dit dat wij ons voornamelijk richten op bedrijfsobligaties, die in de blinde sell-off van de hedge fondsen ten onrechte met dalingen tot 40% kregen af te rekenen en vastgoedfondsen à la MFA Mortgage. Beiden verzekeren ons van jaarlijkse rendementen van 8 à 10 %, wat niet slecht is in een omgeving van zijdelings bewegende Westerse beurzen, quasi nulgroei en interbancaire tarieven die naar 0 neigen. In Azië daarentegen en vooral in China gaan we uit van een sterke binnenlandse consumptiegroei doordat China zijn 2000 miljard dollar deviezen reserve zal aanspreken en door een versterking van de munt. De ondernemingswaarde(di beurswaarde + schulden – cash)van sommige ondernemingen aldaar is terugggevallen tot 1à 2 keer de vrije cash-flow, terwijl de bedrijven schuldenvrij zijn en zij opereren in defensieve sectoren. Koersstijgingen van 100 tot 200 % zijn hier zeker op zijn plaats. Onze aandacht in de aandelensfeer gaat dus vooral naar deze bedrijven die noteren in Hong Kong of Singapore.

Onze winstname van meer dan 50 % vorig kwartaal op de baissepositie in olie was wat te vroeg, maar wij denken dat op langere termijn olie hoger kan vanaf deze niveaus. Op



korte termijn kan de prijs echter wel terug wat lager dan 50 USD en het is op dergelijke zwakke dagen dat wij voorzichtig posities zouden opbouwen. We benadrukken ‘voorzichtig’ omdat we geloven dat we in een deflatoire periode gaan komen en inflatie niet voor de nabije toekomst is. De geldcreatie van de FED en ECB dienen om putten te vullen en de huizenprijzen te stabiliseren maar leiden voorlopig nog niet tot nieuwe asset inflatie. De aanstokers van deze asset inflatie, hedgefondsen en private equity fondsen, liggen bovendien over het algemeen knock-out in de touwen. Pas als de prijzen van activa opnieuw hard gaan stijgen of op een andere manier geld van de banken naar de economie stroomt door bvb. veel lagere hypotheekrentes dan de bodemtarieven van 2003, bestaat er een kans dat inflatie zich in de reële economie nestelt en zijn harde activa als goud, zilver, olie te verkiezen. Dit kan echter nog jaren duren. Bovendien leidde de massale liquiditeit en geldcreatie van 2003 tot 2007 ook niet tot inflatie. We gaan de komende jaren wellicht in een meer door de overheid geleide economie terecht komen en bedrijven die onder de paraplu van de overheid werken zullen floreren. Clean energy (en daarbinnen vooral solar energy) en infrastructuurspelers dragen onze voorkeur weg.

Wat de landbouwgrondstoffen betreft, blijven wij koper van suiker, dat de voorbije 3 maand een stijging van 10 % liet optekenen. Een waarlijk schitterende prestatie in de huidige moeilijke marktomstandigheden.

Bedrijven

Ook MFA Mortgage(USD 5,90) kon het voorbije kwartaal een lichte vooruitgang boeken. Tegen de huidige koers betekent dit een bruto dividendrendement van 14,23 %. *Dit aandeel is koopwaardig.*

Dynasty Fine Wines(HKD 1,05) is sinds 1980 de grootste Chinese producent van wijn. Het Franse Remy Cointreau is samen met de Chinese staat grootaandeelhouder. Het bedrijf is schuldenvrij en is spotgoedkoop gewaardeerd. Mbv dit aandeel kan ingespeeld worden op groeiende binnenlandse consumptie en welvaart in China.

Hieronder vindt u een korte selectie van interessante bedrijfsobligaties :

Emittent	Coupon	Vervaldag	Prijs	Effect. Rend.	Rating	Munt	Opmerkingen
Delhaize	5,63%	27/06/2014	80,12%	10,58%	BBB	EUR	
Lafarge	4,75%	23/03/2020	60,02%	11,17%	BBB	EUR	
Solvay	6,38%	2/06/2049	74,4%	8,57%	BBB	EUR	Call 2014 of 3mEURIBOR+3,35%

Januari 2009

Joost Olbrechts
Investment Manager
Karakter Invest