

# Nieuws en analyse van de financiële markten

door Guy Wagner, beheerder-directeur,  
en het beheerteam van BLI



## GRIEKENLAND, CHINA ENZ.: STANDPUNT OVER DE ACTUELE BELEGGINGSSTRATEGIE

Guy Wagner

Managing Director

05/08/2015

Na een forse stijging in het eerste kwartaal van 2015 vielen de meeste beurzen **vanaf april licht terug**. De stijging van de rente op obligaties, het vooruitzicht van een eerste renteverhoging in de Verenigde Staten en de onzekerheid over de toekomst van Griekenland zorgden onder beleggers voor nervositeit en **meer risicoaversie**.

Niettegenstaande de toegenomen volatiliteit **is er weinig verandering te merken** in het financiële en economische klimaat. Zoals we het onderhand al gewend zijn, heeft het Internationaal Monetair Fonds de groeiverwachtingen naar beneden bijgesteld, deze keer vanwege de "onverwachte terugval in Noord-Amerika". Die verlaging van de prognoses **illustreert de structurele factoren die de groei afremmen** en deze in de komende jaren wellicht ruim onder het langjarige gemiddelde zullen houden. Tegen die achtergrond is een duurzame rentestijging dus nog niet aan de orde. Zolang de rente laag blijft, zijn **de principes die in het verleden de allocatie tussen aandelen en obligaties bepaalden** niet langer van toepassing.

Een belangrijk principe is dat aandelen als riskant worden gezien, terwijl obligaties (tenminste staatsobligaties) als beleggingen zonder (of met zeer weinig) risico gelden. In normale tijden zou het huidige economische klimaat, dat gekenmerkt wordt door economische risico's, een zwakke groei en een lage

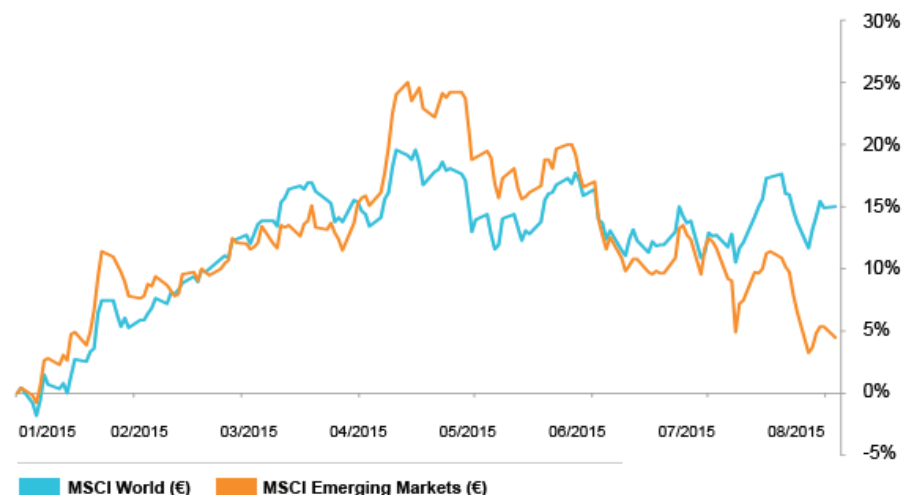
inflatie, **beleggers obligaties boven aandelen doen verkiezen**. Momenteel is het echter zo dat beleggers die met obligaties nog een min of meer aantrekkelijk rendement willen behalen, aanzienlijke toegevingen moeten doen op de kwaliteit van de emittenten. Dergelijke toegevingen **kunnen zeer gevaarlijk zijn** in een wereld die kampt met zowel een torenhoge schuldenlast als een zwakke groei (die de capaciteit voor schuldafbouw beperkt). Het betekent namelijk dat het volatiliteitsrisico wordt vervangen door een **risico op definitief kapitaalverlies** (obligatiebeleggers beleggen trouwens per definitie in ondernemingen met een schuldenlast), terwijl de volatiliteit van een belegging niet de beste risicograadmeter is.

Momenteel is er op de financiële markten dus **geen alternatief voor aandelen**, toch niet zolang de waarderingen niet absurd worden. Hoe zit het nu trouwens met de waarderingen? Naargelang de ratio die we gebruiken, zijn **aandelen goedkoop, duur of matig geprijsd**. Uiteraard **lijken aandelen ondergewaardeerd** op basis van alle waarderingmethoden die uitgaan van het huidige

renteniveau. Op basis van de ratio's die uitgaan van de huidige winstcijfers of de prognoses voor de komende twaalf maanden ligt de waardering van aandelen, **met enige veralgemening, in de buurt van het historisch gemiddelde**. Als we ten slotte de omzet, het eigen vermogen en de vervangingswaarde van de activa of de genormaliseerde winst als uitgangspunt nemen, **lijken aandelen duur**. Dat alles zou erop kunnen wijzen dat het rendement van aandelen in de komende jaren **onder het historisch gemiddelde zal blijven**, al betekent het niet noodzakelijk dat de beurzen fors zullen dalen.

Beleggers kunnen in de huidige omstandigheden niet anders dan in de strategische spreiding van hun vermogen over aandelen, obligaties en liquiditeiten een sterke nadruk leggen op aandelen. Dat geldt zelfs voor beleggers die eerder gericht zijn op **het genereren van regelmatige inkomsten** dan op kapitaalwinst. Zoals Glenn Stevens, gouverneur van de centrale bank van Australië, onlangs zei, blijft de hamvraag **hoe een behoorlijke inkomstenstroom kan worden gegenereerd** voor toekomstige gepensio-

Ontwikkeling van de aandelenmarkten sinds het begin van het jaar:



# Nieuws en analyse van de financiële markten

door Guy Wagner, beheerder-directeur,  
en het beheerteam van BLI



neerden in een wereld waarin het rendement van beleggingen die traditioneel als weinig riskant worden gezien dermate laag is. Het antwoord is dat er **geen mirakeloplossing** bestaat en dat we bereid moeten zijn meer risico te nemen om onze rendementsdoelstellingen te halen.

We pleiten echter niet voor passief beheer. Gezien de historisch lage rente op obligaties zijn er weinig redenen om grote wijzigingen aan te brengen in de weging van de verschillende beleggingscategorieën (meer of minder aandelen tegenover minder of meer obligaties), tenzij we willen inzetten **op de ontwikkeling op korte termijn** van die beleggingscategorieën. Dat soort markttiming is echter altijd een **heikele zaak**, ook al lijken heel wat beheerders (of hun cliënten) zich vooral daarmee bezig te houden. De marktschommelingen van de afgelopen weken als reactie op de nieuwsberichten over de Griekse crisis tonen duidelijk de **zinloosheid daarvan** aan. De stijgingen en dalingen waren groter dan gewoonlijk, maar over het geheel genomen bleef de markt vrij stabiel. Concretere factoren zoals de relatieve waardering van beide beleggingscategorieën zijn evenmin een reden om de aandelen- en obligatieallocatie aan te passen gezien de zeer onaantrekkelijke waardering van obligaties. Tenzij buitensporige waarderingen of zeer ongunstige winstvooruitzichten **aandelen onder druk zouden zetten**. Maar zover is het nog niet.

Binnen de beleggingscategorieën zelf, en dan vooral aandelen, is **actief beheer** nog belangrijker. Gezien de aanhoudende financiële en economische onzekerheid is het essentieel dat beleggers **strengere kwaliteitseisen blijven stellen aan de ondernemingen** waarin zij beleggen. Om clichés te vermijden (welke beheerder zou namelijk toegeven dat hij ondernemingen van slechte

kwaliteit koopt?), vermelden wij hier nog even de kenmerken van een kwaliteitsonderneming. Voor ons is een kwaliteitsonderneming een onderneming die beschikt over een **duurzaam concurrentievoordeel** waarmee zij zich onderscheidt van de concurrentie en drempels voor markttoetreding kan creëren. Op die manier heeft zij meer greep op haar ontwikkeling, kan zij haar sterke punten optimaal benutten en kan zij **een positieve spiraal in gang zetten**. Daarnaast hebben dergelijke ondernemingen een hoog rendement op het eigen vermogen, een geringe schuldenlast en een lage kapitaalsintensiteit. Wij merken daarbij op dat de kloof tussen het rendement op het eigen vermogen van die ondernemingen en hun financieringskosten in het huidige klimaat **bijzonder groot** is, wat in theorie de duidelijk hogere waarderingsevelvouden rechtvaardigt.

Een tweede beleggingsthema dat nauw verbonden is met kwaliteit is het thema **dividenden**. Een van de meest winstgevende beleggingsstrategieën op lange termijn bestaat erin ondernemingen te kopen die **een hoog dividendrendement bieden, maar slechts een beperkt deel van hun winst uitkeren**. Het hoge dividend maakt die ondernemingen bijzonder aantrekkelijk voor beleggers die op zoek zijn naar **regelmatige inkomsten**, terwijl de lage winstuitkering veelbelovend is voor de **duurzaamheid van dat dividend** en zelfs voor het stijgingspotentieel ervan.

In een actief beheerde portefeuille maken beleggers voorts gebruik van **de koersschommelingen op de beurs** om posities te verminderen of volledig te verkopen wanneer de waardering buitensporig hoog wordt, en posities in te nemen of uit te breiden wanneer de waardering aantrekkelijk wordt. Om een bovengemiddeld rendement te behalen, moeten beleggers dan ook **tegen de cyclus**

**in durven te gaan**. Zo kunnen ze speuren naar ondernemingen waarvan de koers al behoorlijk is gedaald en vervolgens de redenen voor die daling analyseren en kijken of ze gerechtvaardigd en, in voorkomend geval, duurzaam zijn. **Als voorbeeld geven we** de recente terugval van de Chinese markt. Een aantal Aziatische kwaliteitsbedrijven werd in die val meegesleurd en hun huidige koers vormt een aantrekkelijke beleggingskans voor langetermijnbeleggers.

Het is op basis van die laatste vaststelling dat wij onze portefeuilles, na de onrust als gevolg van de situatie in Griekenland en China, de afgelopen weken hebben aangepast. Naast de kansen die Aziatische kwaliteitseffecten boden, deden zich ook opportuniteiten voor in de energie- en technologiesector. Wij hebben dan ook winst genomen op een aantal posities die flink waren gestegen, en belegden de opbrengst daarvan in effecten die wat uit de belangstelling verdwenen waren. Daardoor **daalde het totale risico van onze fondsen**, ook al is de assetallocatie niet fundamenteel gewijzigd.

Opgemerkt moet worden dat de anti-cyclische benadering een **voldoende lange investeringshorizon** vereist. Dit omdat deze manier van investeren eruit bestaat om waarden te verwerven die niet in de gunst van de grote meerderheid van de beleggers staan. Net daarom is hun waardering aantrekkelijk. Het zou een illusie zijn te denken dat deze meerderheid haar mening verandert en de koers van de titel onmiddellijk doet stijgen nadat wij hebben gekocht. Integendeel, meestal zal de koers nog verder dalen en **tijdelijk wegen op de prestatie van de portefeuille** (maar ons ook de gelegenheid bieden om de positie te versterken). Het lot van een contrarian investeerder bestaat over het algemeen uit te vroeg te kopen (en te verkopen). Alle goede dingen kosten tijd.