

'Lig niet wakker van de dure beurs'

Vergeet de waarschuwingen over een aandelenzeepbel. Wie wacht op een correctie, dreigt een pak rendement te laten liggen, waarschuwt Philipp Vorndran van Flossbach von Storch.

KRIS VAN HAMME

Het publiek van de jaarlijkse Investors Top die dinsdagavond in Brussel plaatsvond, moet goedgemutst huiswaarts gekeerd zijn. Philipp Vorndran, de marktstrateeg van de Duitse vermogensbeheerder Flossbach von Storch, had tijdens zijn toespraak een lange reeks pluspunten van de aandelenmarkt opgesomd. Voor wie geen hoogtevrees heeft, zijn aandelen dus de topbestemming. Zeker omdat de rente volgens hem nog heel lang extreem laag blijft, Donald Trump niet zo erg is als we denken, en de onvermijdelijke implosie van de euro economisch potentieel zal ontketen.

Het mag duidelijk zijn dat Vorndran aan de boom durft te schudden. Sinds 2009 doet hij dat voor Flossbach von Storch, een onafhankelijke speler met ruim 30 miljard euro onder beheer. De vermogensbeheerder, in 1998 opgericht door twee ex-bankiers van Goldman Sachs, verdeelt sinds 2014 ook beleggingsfondsen in België. Vorndran werkte eerder voor Credit Suisse en Julius Baer.

'Het ondenkbare denken', luidde het thema van uw toespraak. Welke andere ondenkbare gebeurtenissen staan beleggers nog te wachten na de brexit en de verkiezing van Donald Trump?

Philipp Vorndran: 'Je moet op een middellange tot lange termijn denken, in plaats van te veel te focussen op kortetermijnrisico's. Zo is het voor de meeste mensen ondenkbaar dat de rente een hele generatie extreem laag zal blijven. Toch zijn wij ervan overtuigd dat de drijfveren van die lage rente niet snel zullen verdwijnen. De hoge en stijgende overheidsschulden zijn de belangrijkste factor, in de VS, Europa en Japan. Die landen kunnen zich geen normale rentestijging permitteren, want dat zou hun begrotingen doen exploderen. Ook privéschulden zitten in de lift: denk aan Amerikaanse autoleningen, die stilaan de richting van de subprime-hypotheek van goed tien jaar geleden uitgaan. Kortom, de enorme hoeveelheid schuld in de wereld zet een stevige rem op rentestijgingen.'

U ziet financiële repressie door overheden en hun centrale banken - die de rente laag houden en hopen op inflatie - als uitweg uit het schuldenmoeras?

Vorndran: 'Financiële repressie wordt typisch geassocieerd met een negatieve reële rente (nominale rente minus de inflatie, red.), waarbij de inflatie de reële schuld doet krimpen. De situatie doet mij denken aan die van de Verenigde Staten, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk meteen na de Tweede Wereldoorlog. De schuldgraad van de VS als percentage van het bruto binnenlands product (bbp) bedroeg toen 110 procent. Onhoudbaar volgens de politici, die slim actie ondernamen door een wettelijk plafond op de rente in te voeren: 0,375 procent voor de dagrente, 2,5 procent voor de rente op tienjarig staatspapier.'

'In het begin reageerden beleggers zoals

vandaag: ze parkeerden hun geld op zichtrekeningen in afwachting van een hogere rente om te beleggen. Maar na drie jaar was de rente nog altijd onveranderd, terwijl de gemiddelde inflatie 3,5 tot 4 procent per jaar was geweest. De koopkracht van hun spaargeld was dus met ruwweg 12 procent geslonken. Uiteindelijk drong door dat de lage rente misschien een generatie lang zou duren en dat ze op een andere manier moesten beleggen. Ze beseften dat de lage rente goed was voor iedereen die krediet nodig had, vooral bedrijven. Je moest dus beleggen in aandelen, die uiteindelijk gemiddeld 10,5 procent per jaar opbrachten in de dertien jaar dat de overheid de rente plafonneerde. Dat is het straffe aan de situatie vandaag: beleggers hebben schrik om in aandelen te beleggen tegen de huidige waarderingen.'

Omdat aandelen duur zijn en hier en daar sprake is van een zeepbel.

Vorndran: 'Aandelen worden als duur beschouwd, maar er is geen enkel interessant alternatief. Met een koers-winstratio van 15 tot 16 voor de verwachte winsten van 2017 zijn aandelen fair gewaardeerd. Al de rest - overheidsobligaties, Belgisch vastgoed - oogt veel duurder. Ik vind het opmerkelijk dat iedereen zich vragen stelt over de dure aandelenmarkt, maar niet over de echt dure alternatieven.'

Iedereen stelt zich vragen over de dure beurs, in plaats van over de echt dure alternatieven zoals obligaties en vastgoed.

MARKTSTRATEEG
FLOSSBACH VON STORCH
PHILIPP VORNDRAN

Moeten beleggers dan meteen in de aandelenmarkt springen of wachten op een correctie?

Vorndran: 'Het hangt ervan af hoe je portefeuille er vandaag uitziet. Als je zoals wij al 60 procent in aandelen belegt, kan je wachten op een correctie van 10 tot 15 procent om de resterende 20 procent cash in aandelen te beleggen. De meeste beleggers hebben vandaag slechts 10 tot 20 procent aandelen, dat zou op termijn beter 40 tot 50 procent zijn. Je moet proberen vandaag al voor 25 tot 30 procent in aandelen te zitten en hopen op een goedkoper instapmoment om de rest van de cash aan het werk te zetten.'

Welke triggers ziet u voor een correctie en op welke termijn?

Vorndran: 'Op middellange termijn is een forse overwaardering een typische trigger. Zoals bij de Japanse aandelenboom in de jaren 80, met een koers-winstverhouding van 80. Dat geeft meteen een idee over hoeveel aandelen kunnen stijgen terwijl je geparkeerd bent in oninteressante alternatieven. De huidige beursindices kunnen verdubbe-



len voordat ze nog maar de helft van die Japanse koers-winstratio van 80 bereiken. Daarom is het beter niet te rekenen op een correctie. Een terugval met 20 procent zie ik trouwens niet gebeuren. Een politieke crisis - zoals een inval van de VS in Noord-Korea - is altijd mogelijk, maar niemand heeft zo'n kristallen bol.'

De euro zal falen, maar het leven zal daarna gewoon verdergaan. Het opdoeken ervan zal zelfs economisch potentieel vrijmaken.

MARKTSTRATEEG
FLOSSBACH VON STORCH
PHILIPP VORNDRAN

'Je moet trouwens de moed hebben om in de markt te stappen wanneer iedereen nerveus is. Toen de Mexicaanse peso 2,5 maanden geleden fors onder druk stond door de heisa over de grensmuur die Trump wil bouwen, hebben wij onze positie in Mexicaanse aandelen opgedreven. De Mexicaanse economie is te sterk om kapot gemaakt te worden door Trump. Zelfs met een muur blijft het businessmodel overeind. Zo kunnen Amerikaanse auto's niet gebouwd worden zonder de airbags uit Mexico. De rest is maar theoretisch gepraat.'

Zijn er naast Mexico nog regio's waar u kansen ziet?

Vorndran: 'Wij beleggen niet op basis van regio's of landen. Wij kijken naar bedrijven en goede businessmodellen, naar aandelen die overleven in een woelig klimaat. Robuuste bedrijven, graag ook met een verdedigingsmuur tegen nieuwe concurrenten. Met een duurzaam dividendbeleid waarbij pakweg 60 procent van de winst uitgekeerd wordt en de rest geherinvesteerd om zo de toekomstige dividenden te verdienen. Plus een incentivestructuur die ervoor zorgt dat het management de belangen van de aandeelhouders behartigt. Dat laatste is een van de redenen waarom we sinds 2007 Europese banken mijden: het management denkt er enkel aan de eigen bonus.'

Hoe moet een belegger omgaan met de onzekerheid die een figuur als Trump creëert?

Vorndran: 'Je moet oppassen met krantenkoppen als 'Europa dreigt ten prooi te vallen aan nationalist', want dat jaagt buitenlandse beleggers weg. Nu Mark Rutte de populist Geert Wilders geklopt heeft in de Nederlandse verkiezingen, stellen beleggers misschien vast dat het gevaar van populisme overdreven is. De kans dat de socialist Martin Schulz de verkiezingen in Duitsland wint, is groter dan dat Alternative für Deutschland enorm sterk presteert, terwijl Schulz' economisch beleid totaal fout is. Daar moet je je zorgen over maken.'

Lees verder op pagina 26

ADVERTENTIE

Hebt u een vraag over uw successieplanning of over een erfenis?

Stel uw vraag op tijd.be/belactie.

Een notaris belt u op woensdag 29 maart tussen 18 en 21 uur op met een antwoord.

In samenwerking met **NOTARIS.BE**

Neem
voorsprong.

DE
TIJD

Beleggen

‘Trump is de ideale vijand met zijn kapsel en fortuin’

Vervolg van pagina 25

‘Hetzelfde met Trump, over wie we in Europa elke dag lezen hoe dom hij is. De waarheid is typisch genuanceerder. De soep wordt ook niet zo heet gegeten als ze wordt opgediend.’

We hoeven ons dus geen zorgen te maken over protectionisme en een handelsoorlog?

Vorndran: ‘De grootste protectionist is net Europa! Vraag een Ethiopische landbouwer eens hoe moeilijk het is zijn producten naar Europa uit te voeren. Niemand in Europa steunde trouwens het handelsverdrag TTIP met de VS, want er zou wel eens genetisch gemanipuleerd voedsel naar hier kunnen komen. Dat is onze manier van protectionisme.’

De VS zijn tot nu toe een heel open economie geweest, op het naïeve af zelfs. De grootste protectionist is net Europa!

MARKTSTRATEGEG
FLOSSBACH VON STORCH
PHILIPP VORNDRAN

‘De VS zijn tot nu toe een heel open economie geweest, op het naïeve af zelfs. Ze willen nu meer een *level playing field* creëren. Trump is natuurlijk een ideale vijand, met zijn vreemde kapsel en jaloezie opwekkende rijkdom. Hij verliest bovendien regelmatig de pedalen. Ik ontken niet dat er veel zaken zijn om je zorgen over te maken, maar begin niet over handel of zijn banden met Rusland.’

Er zijn nog de centrale banken, die volgens u indirect een bodem onder de aandelenmarkt leggen wanneer ze zoals die van Zwitserland en Japan aandelen opkopen in het kader van hun monetair beleid.

Vorndran: ‘Ik zou liefst een wereld hebben waarin centrale banken in geen enkele markt tussenbeide komen. Een wereld zonder centrale banken tout court zou zelfs beter zijn: we hebben hen niet nodig om de juiste rente te vinden. Maar goed, als een centrale bank instaat voor de rijkdom van de bevolking en toch moet investeren, dan heb ik liever dat ze pro-

ductieve activa koopt in plaats van Grieks staatspapier. De Zwitsers kopen kwaliteitsvolle aandelen zoals Apple of Toyota.’

Winst maken is toch niet de taak van een centrale bank zoals de ECB? Wel de economie laten draaien en het financieel systeem bewaken, inclusief de euro.
Vorndran: ‘Moet de centrale bank iets proberen te vermijden dat sowieso onherroepelijk is: de ondergang van de euro? Je moet denken aan een oplossing, niet het onvermijdelijke uitstellen enkel omdat politici hun electoraat niet boos willen maken.’

De euro mag voor u dus best zo snel mogelijk verdwijnen?

Vorndran: ‘De euro zal falen, maar het leven zal daarna gewoon verdergaan. Het opdoeken ervan zal zelfs economisch potentieel vrijmaken. Vandaag is de euro enkel een voedingsbodem voor al die populistische bewegingen. De munt brengt ons niet dichter bij elkaar. De muntzone kan alleen werken als alle wettelijke, sociale en belastingsstructuren geharmoniseerd zijn. Dat zie ik niet gebeuren in Europa. Fransen willen niet bestuurd worden door een Duitse minister van Financiën, Duitsers moeten niets hebben van een Italiaanse financiële aanpak.’

‘De muntzone zal dus verdwijnen, maar de vraag is wat dan moet gebeuren met de euro. Een goede oplossing lijkt mij een soort ecu, een korfmunt zoals vóór de euro bestond. Landen kunnen dan opnieuw een nationale munt invoeren, waarbij je als consument de keuze hebt te betalen in de Europese of de nationale munt. Je behoudt zo de voordelen van de euro - contracten in euro, toeristen die geen geld hoeven te wisselen - terwijl landen opnieuw de flexibiliteit krijgen hun munt te laten deprecieëren om concurrentieel te worden.’

En als het allemaal fout loopt, is er nog altijd goud als belegging. U pleit ervoor tot 10 procent goud in een portefeuille te stoppen als verzekering tegen calamiteiten.

Vorndran: ‘Goud is een verzekering tegen schokken in het financieel systeem - zoals ongerustheid over de gezondheid van banken - niet tegen politieke fouten of natuurrampen. De beste verzekering tegen politieke crisissen zijn kwaliteitsvolle bedrijven: die overleven alles.’

GBL investeerde niet in Hugo Boss

GBL, de holding van Albert Frère, ontkende gisteren bij de toelichting van de jaarresultaten dat het geïnvesteerd heeft in het modehuis Hugo Boss. Het dividend voor 2016 gaat omhoog.

WOUTER VERVENNE

Het zakenblad Manager Magazin meldde in februari dat GBL een belang van ongeveer 3 procent in het Duitse Hugo Boss had verworven. GBL weigerde toen commentaar. CEO Gérard Lamarche is nu duidelijk: ‘We zijn geen aandeelhouder’.

Over de jaarresultaten toonde hij zich erg tevreden. ‘2016 was een zeer, zeer mooi jaar’, aldus Lamarche. ‘Ik wil de aandacht vestigen op één cijfer: het nettoactief (de waarde van de portefeuille) is met 12 procent gestegen naar 17 miljard euro.’

Toch boekte GBL in 2016 een ver-

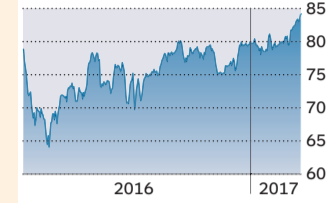
lies van 458 miljoen euro, tegenover een winst van 1 miljard in 2015. Het verlies is vooral te wijten aan de waardevermindering van de deelneming in de cementgroep Lafarge-Holcim. Die minwaarde was al bekend. De holding verwacht dat de resultaten zullen verbeteren en stelt daarom voor om het dividend met 2,4 procent te verhogen naar 2,93 euro bruto per aandeel.

GBL verwierf in het vierde kwartaal van 2016 een deelneming van net geen 3 procent in het Britse modehuis Burberry. Dat belang steeg in het eerste kwartaal van 2017 boven 3 procent. Voorts verhoogde de holding haar participaties in Ontex en SGS naar 20 en 16,2 procent.

Over heel 2016 investeerde GBL 1,6 miljard, vooral in bestaande deelnemingen. Het verkocht voor 2,5 miljard participaties, hoofdzakelijk in de energiebedrijven Total en En-

GBL

84,15 EUR +0,12%



Bron: Thomson Reuters Datastream

gie. Daardoor heeft het een nettokaspositie van 225 miljoen euro, tegenover een nettoschuld van 740 miljoen eind 2015.

‘We hebben de jongste jaren onze historische participaties in Total en Engie grotendeels verkocht’, zegt Lamarche. ‘We hebben de opbrengst geïnvesteerd in Adidas, Umicore, SGS, Ontex en Burberry. We hebben in die bedrijven 4,7 miljard geïnvesteerd en die investeringen zijn nu 7 miljard waard. Er is dus een meerwaarde van 2,3 miljard, waarvan 1,6 miljard op Adidas en 347 miljoen op het Zwitserse dienstenbedrijf SGS.’

GBL boekte begin maart een meerwaarde van 110 miljoen op de verkoop van Golden Goose, een Italiaanse designer van schoenen en kleding. Het verwacht dat het over het boekjaar 2017 een dividend zal uitkeren dat minstens gelijk is aan dat voor 2016.

Protest tegen parkafabrikant laat beleggers koud



‘Je hebt iemand betaald om een hond te vermoorden voor jouw pelskraag’, riep een activist een passant met een dure parka van Golden Goose na bij de beursintroduktie van het bedrijf in New York donderdag. De slechte reclame kon het beursdebuut niet verpesten: het aandeel won bijna 26 procent op zijn eerste beursdag, en ook vrijdag ging het hoger. © BLOOMBERG

COLUMN BAKELANTS & PAEPEN



Emotieloos beleggen

‘Aandelen koop ik nooit, want ik heb geen emotionele band met de beurs. Ik handel alleen in opties, die ik amper koop, maar des te meer schrijf. Zo sta ik zelden aan de verliezende kant.’ Dat kreeg ik woensdag van een van mijn studenten te horen bij de laatste les van de cursus ‘Beleggen voor iedereen’. ‘Hoezo, u wil nooit in aandelen beleggen? Waarom hebt u deze cursus dan gevolgd?’, vroeg ik. ‘Oh, ik heb wel wat bijgeleerd. Maar de beurzen en individuele aandelen zijn me te gevaarlijk. Nu valt het risico nog mee, door de lage volatiliteit. Maar dat kan gauw veranderen.’

Die opmerking intrigeerde me. Er zitten ruim 150 studenten in het auditorium en ik ken amper enkelen bij naam. Maar deze student had zich al eens laten horen. Zijn Nederlandse accent verraadde hem. Als ik me niet vergis, maakte hij in de allereerste les al een opmerking. Toen had ik uitgelegd dat we leren beleggen en

niet speculeren omdat dat laatste not done is. ‘Pardon? Wat is er mis met speculanten? Laat ze toch speculeren. Hun verlies is onze winst’, reageerde hij. Tja, ook die was raak. Ik kon daar niet meteen een antwoord op verzinnen. En dat overkomt me zelden.

Voor alle duidelijkheid: die student is niet arrogant en is ook geen speculant. Met zijn optiestrategieën probeert hij wat winst te boeken terwijl hij de verliezen zo beperkt mogelijk wil houden. Zijn beleggingen, allemaal in indexopties, zouden hem amper 10 minuutjes per dag kosten. En zo vermijdt hij naar eigen zeggen dus een emotionele band met de beurs.

Ikzelf probeer emotieloos te beleggen. Dat dacht ik tenminste. Want nu ik erover nadenk, ben ik wellicht toch een emotioneel belegger. Deze week kocht ik bijvoorbeeld wat aandelen van Agfa-Gevaert. Voor het eerst. In tegenstelling tot andere avonturiers die zich al veel vroeger waagden aan Agfa heb ik er dus (nog) geen geld aan verloren. Het bedrijf kreeg sinds zijn beursintroduktie in 1999 de ene na de andere tegenslag te ver-

Nooit gedacht dat ik een vat vol chauvinisme zou zijn op de beurs.

Maar nu ben ik van mening dat ze stilaan uit het diepe dal klimmen. Agfa, ooit wel eens spottend het ‘ministerie van Fotografie’ genoemd, lijkt me aan een mooie turn-around bezig te zijn. Met de ervaren CEO Christian Reinaudo als gids zijn urgente problemen aangepakt en hebben werknemers en aandeelhouders weer reden om trots te zijn. En jawel, die fierheid, die voel zelfs ik nu al als kersvers aandeelhouder. Dat is allicht ook de reden waarom ik blij ben dat het Duitse CompuGroup

werken: een pensioenstrop, een te hoge zilverprijs, te veel schulden, de snelle digitalisering van de sector... Al die factoren deden de groep uit Mortsel bijna de das om. Ik ben dan ook lange tijd erg negatief geweest over Agfa. Vaak gedacht dat ze het niet zouden halen.

uiteindelijk heeft afgezien van de overname van Agfa. Het aandeel kreeg een klap te verwerken. Terecht! Maar als men dan toch goed bezig is, dan kunnen we die parrel best hier houden.

Nooit gedacht dat ik een vat vol chauvinisme en emoties zou zijn. En dat een student me daarop zou wijzen. Ik probeer niet te overdrijven. Ik heb geen boek over Lieven Gevaert besteld. Nog niet. Lach maar. Het zijn net die emoties die mijn passie voor economie, financiën, beurs en bedrijven aanwakkeren, bedenk ik nu. Ik beleg 29 jaar en ik zou niet zonder kunnen. Het schrijven van een optie en zelfs indexbeleggen lijkt me in vergelijking met het beleggen in individuele aandelen een saai materie. Optiepremies op zak steken kan lonend zijn en indexbeleggen is relatief goedkoop. Maar geef mij toch maar het aandeelhouderschap. Ik ben met plezier ouderwets!

Pascal Paepen
Docent Bank & Beurs