

‘Rentebeleid blijft nog lang vriendelijk voor aandelen’



Jan Reyns
Journalist

De maand van **Philippe Gijsels**, hoofdstrateeg van BNP Paribas Fortis

Elke **VFB Beste Belegger** peilt naar de belangrijkste evoluties op de financiële markten bij een beursprofessional. Wat is de essentie van de voorbije maand voor een belegger? Wat is er (niet) veranderd? Waar kijkt de markt naar? Wat krijgt te weinig aandacht van de al dan niet professionele belegger? Hoe ervaart ‘onze man’ het sentiment? En last, but not least, welke aandelen vindt hij interessant?

1. Wat is volgens u de belangrijkste evolutie van de voorbije maand?

Dat de Westerse beurzen en Japan na een hele tijd bijzonder goed te hebben weerstaan aan de neerwaartse druk van de groeiemarkten, toch onder druk zijn gekomen. Daarmee is het deze keer toch weer niet anders. Ook bij eerdere periodes van volatiliteit en turbulentie hebben we hetzelfde gezien. Dus wat er gebeurt, past wel in een historisch kader, ondanks het feit dat de fundamenten voor de meer volwassen markten duidelijk beter blijven. Vooral dan voor Europa. Het is bijna cynisch dat net nu Europa zijn huis, na een opeenvolgende serie van crisissen en tegenslagen op orde aan het stellen is, we nu te maken krijgen met ‘besmetting’ uit andere delen van de wereld.

Als China niest, krijgen vele andere een kou en mogelijk zelfs griep en bronchitis. Dat is iets waar we maar beter aan kunnen wennen naarmate het land een steeds groter gewicht krijgt in de wereldeconomie.

Ondertussen ziet het technische plaatje van heel veel beur-

zen, indexen en individuele waarden er niet bepaald fraai uit. Maar hoeveel is die vaststelling nog waard in een wereld waar centrale banken de dienst uit maken? Hetzelfde technische plaatje zag er vorig jaar rond deze tijd ook slecht uit. Toen kwam Mario Draghi met zijn monetaire toevanrijen, QE heet dat dan, en de beurzen schoten bijna verticaal omhoog.



Philippe Gijsels

“De ervaring leert me trouwens dat het vaak dingen zijn die nu niet op de radar staan, die de marktomgeving de komende maanden zullen bepalen. Donald Rumsfeld noemde dit de unknown unknowns.”

2. Heeft dat uw visie op de verder te verwachten marktevolu-tie veranderd?

We hebben op de top van maart en april wat winst van de tafel gehaald. Maar we moeten wel toegeven dat de correctie, vooral in Europa, een stuk heftiger is dan dat we hadden verwacht.

Toch verandert dit onze langere termijn visie niet. Van de ‘omgevingsfactoren’ die typisch samengaan met een langdurige berenmarkt zien we er momenteel geen op ons radarscherm. We zien geen recessie aan de horizon, niet op wereldniveau en zeker niet in de meer mature economieën, de rentes zullen niet snel en spectaculair stijgen, in tegendeel op heel wat plaatsen zal er nog versoepeld worden. En de waarderingen zijn

zeker niet excessief. Dit geldt opnieuw vooral voor Europa. Momenteel is het gemiddelde dividendrendement voor de Europese aandelenmarkt 3,6 procent. Dat is niet te versmaden vergeleken met de rente die zowat overal tegen de o aanschuurt.

Ondertussen blijven we ondanks het feit dat heel wat groeimarkten goedkoop zijn een duidelijke voorkeur behouden voor de mature markten. Een aantal van de problemen van de groeimarkten zijn structureel en zullen heel wat tijd vergen om te verhelpen. Natuurlijk, als er veel slecht gaat, is er ook zeer veel potentieel voor verbetering. Een goed voorbeeld is Brazilië.

3. Wat zijn volgens 'de markt' de sleutelfactoren? Is dit ook uw focus?

Aan het begin van de zomer hadden we nog maar eens de Griekse saga op ons bord. En zoals het een klassiek Grieks toneel betaamt, is er na drie tragedies (ook een blijspel. Dat kregen we, al bleef het een heel kleintje. Want

het is duidelijk dat met de meest recente politieke ontwikkelingen het verhaal nog niet ten einde is. En zelfs met de nodige politieke wil, is het een taak die waardig is aan de werken van Hercules. Want de situatie is wel erg scheef. Maar wat Griekenland betreft, zijn we er steeds vanuit gegaan dat het aandeel van het land in de Europese en vooral in

Draghi helpt de rentes laag te houden met zijn steunaankopen van overheidspapier. De markt had het waarschijnlijk dus bij het rechte eind om zich niet te veel zorgen te maken over de Griekse toestand.

Maar China is natuurlijk een ander verhaal. Het land eist een steeds groter stuk van de koek, die de wereldeconomie is, op. Voor-

“De seculiere stierenmarkt in grondstoffen ligt achter ons. Maar de hele groep is momenteel dermate gehaat dat er zeker mooie opportuniteiten zullen komen.”

de wereldeconomie dusdanig klein is, dat de impact op de financiële markten beperkt zou blijven. Op voorwaarde dat een 'besmetting' naar andere perifere landen zou kunnen vermeden worden.

En dat is duidelijk gelukt want er zijn daar structurele ingrepen gebeurd. Die beginnen nu vruchten af te werpen. Ook omdat, we zouden het bijna vergeten te zeggen, Mario

al in termen van het aandeel in de groei en de vraag naar grondstoffen is het land een kolos. En dan is het niet abnormaal dat de impact van de groeivertraging en devaluatie van de yuan een impact heeft op al de financiële markten. Daarom blijft China een factor waar de markt terecht rekening zal blijven mee houden.

Een beetje anders is het met de hele pole-



Umicore is een globale materiaaltechnologiegroep. Het merendeel van haar inkomsten en R&D inspanningen is gebaseerd op 'schone' technologieën, zoals uitstootkatalysatoren, materialen voor herlaadbare batterijen en zonnecellen, brandstofcellen en recyclage. De allesoverheersende doelstelling van Umicore – duurzame waarde creëren – is gebaseerd op de ambitie om materialen te ontwikkelen, te produceren en te recyclen op een wijze die in overeenstemming is met haar beleidsverklaring:

“materials for a better life”

Bezoek onze nieuwe website: www.umicore.com

miek rond de renteverhoging(en) van de Federal Reserve. De markt is historisch gezien in de aanloop naar de eerste, of de paar eerste verhogingen typisch nerveus. Maar deze keer is het toch wel buiten proportie. Want op de keper beschouwd, wat maakt het uit of de rente nu 0 % of 0,5 % staat? Anderzijds geeft dit spel aan hoe afhankelijk de markten zijn geworden van het gratis geld van de centrale banken. Op langere termijn blijft dat een belangrijk aandachtspunt. Hoe zal dit proces op een ordelijke manier kunnen worden gestopt en de balansen van de centrale banken terug worden gereduceerd? Maar op korte tot middellange termijn zal deze zorg voor de markten weer verdwijnen omdat duidelijk zal worden dat het monetaire beleid wereldwijd nog een hele tijd extreem soepel zal blijven. In de Verenigde Staten zullen de renteverhoging(en) niet meer dan symbolisch zijn. En in Europa en Japan kijkt men al reikhalzend uit naar bijkomende stimuleringsmaatregelen. We leven in interessante tijden, dat is wel zeker.

De ervaring leert me trouwens dat het vaak dingen zijn die nu niet op de radar staan, die de marktomgeving de komende maanden zullen bepalen. Donald Rumsfeld noemde dit de 'unknown unknowns'.

4. Hoe is uw inschatting van het beleggingssentiment? En waar situeert u zichzelf?

Op korte termijn is er nervositeit en volatilititeit. Maar als we naar de vooruitzichten op langere termijn kijken is er een zeer sterke positieve consensus. En vooral de visie op Europa blijft zeer positief, terwijl iedereen een stuk voorzichtiger is voor de groeiemarkten. Ook heeft niemand een goed woord over voor de grondstoffen, de grondstoffenaandelen en alles wat te maken heeft met goud. Wat het positieve verhaal met betrekking tot de meer mature markten en het voorzichtige discours omtrent de groeiemarkten betreft, bevinden we ons "oncomfortabel" in de kudde. De kudde biedt bescherming en een warm gevoel. Maar vaak is het ook een vals gevoel van veiligheid. Maar we mogen ook hier niet overdrijven. De consensus heeft niet altijd ongelijk. Lees er de 'Wisdom of Crowds' van James Surowiecki er maar eens op na.

Waar de (negatieve) consensus op termijn zeker wel een koopopportunity zal bieden, is in het grondstoffencomplex. Akkoord, de seculiere stierenmarkt in grondstoffen ligt achter ons. Maar de hele groep is momenteel dermate gehaat dat er zeker mooie opportuniteiten zullen komen. Maar voorlopig wachten we even af omdat het technische plaatje zeer slecht oogt. Of om het in sentimentstermen te zeggen, we wachten hier tot het sentiment een beetje onze richting uit komt ...

5. Wat zijn dan uw favoriete aandelen?

ROCHE: favoriet aandeel uit favoriete sector. Koersdoel 310 Zwitserse frank.

De farmaceutische sector blijft onze favoriete defensieve sector, omwille van de sterke fundamenten en de hoge cashflowgeneratie. Binnen de sector is Roche onze favoriete waarde. De premie van Roche tegenover het gemiddelde van de sector is verdwenen (P/E van 18x voor 2016, in lijn met bv. Novartis en AstraZeneca. Nochtans zal Roche het ritme van een jaarlijkse omzetgroei van 5/6% en 9/10% voor respectievelijk de groei van de omzet en de winst per aandeel kunnen rea-

"Als China niest, krijgen vele andere een kou en mogelijk zelfs griep en bronchitis. Dat is iets waar we maar beter aan kunnen wennen naarmate het land een steeds groter gewicht krijgt in de wereldeconomie."

liseren. De groep publiceerde zeer positief researchpijplijnnieuws in oncologie in 2015, niet in het minst in immuno-oncologie op de ASCO-conferentie in de vs. Maar ook in de andere franchises maakt de groep vooruitgang en is het uitkijken naar de komende fase III-resultaten van een beloftevol product in MS. Ons koersdoel is CHF 310, 20% opwaarts potentieel.



DELHAIZE:

Terug op de rails. Koersdoel 96 euro.

Schitterende tweedekwartaalresultaten, ook zonder rekening te houden met het dollareffect). Dankzij het 'Easy, fresh & Affordable' transformatieplan in de vs en de implementatie van het herstructureringsplan in België is de groep gewapend voor rendabele groei. Algemeen profiteren voedingsdistributeurs van de lage olieprijs. Delhaizes afwezigheid in de groeiemarkten is vandaag een troef. Last but not least is er de fusieaankondiging met Ahold. Gezien de geografische complementariteit lijkt het executierisico van de fusie gering.



De verwachte synergiën van 500 miljoen euro voor belastingen (slechts 0,8% van de

omzet) ogen conservatief. Op basis van de ruilverhouding van 4,75 aandelen Ahold voor 1 aandeel Delhaize (82 euro) plus de verdisconteerde waarde van deze synergiën (16 euro per aandeel) bekomen we een theoretische koers van 98 euro. Ons koersdoel is een voorzichtigere 96 euro: 20% opwaarts potentieel.

DAIMLER: Aanhoudend sterke groei (ook in China)/koers ten onrechte gedaald. Buy, koersdoel 84 euro.

Na een jaarhoogtepunt van 96 euro in maart, corrigeerde de koers van Daimler in augustus vrij fors tot ± 70 euro door vrees voor de Chinese groeivertraging. Vooral de Duitse exporteurs en in het bijzonder de auto-aandelen werden zwaar afgestraft. Nochtans blijft

De rentevergadering van de Amerikaanse centrale bank vond plaats na het interview met Philippe Gijssels. Maar hij liet ons nog wel zijn reactie kennen:

Fed stelt renteverhoging alweer uit

Janet Yellen is een bosmarmot

Groundhog Day (oftewel Bosmarmotten-dag) is een feestdag die in de Verenigde Staten en Canada elk jaar op 2 februari wordt gevierd. Op deze dag zou de bosmarmot ontwaakt uit zijn winterslaap en zich buiten zijn hol wagen. Volgens de traditie zou de bosmarmot het einde van de winter kunnen voorspellen met zijn eigen schaduw. Als de bosmarmot op Groundhog Day zijn eigen schaduw ziet, zal hij terugkeren naar zijn hol en zal de winter nog zes weken duren. Mocht hij zijn schaduw niet zien en niet terugkeren naar zijn hol, is het einde van de winter nabij.

Deze typische Amerikaanse feestdag kreeg bij ons bekendheid door de film uit 1993 waarbij een man in een tijdsloop gevangen zit en telkens weer dezelfde dag, niet toevallig 2 februari, opnieuw beleeft, tot hij uiteindelijk weet te ontsnappen.

De commentaren van Janet Yellen na de rentebeslissing (of non-beslissing) van de Fed riepen bij mij opnieuw het gevoel van deze film van een paar levens geleden op.

Want de Fed besloot, nog maar eens, om de rente ongewijzigd te laten. We blijven dus in de logica dat die eerste verhoging steeds opnieuw voor ons wordt geduwd. De Fed kruipt weer voor ongeveer zes weken in zijn hol. De lange monetair winter, met rentes tegen het vriespunt, is nog niet voorbij.

De reden die voor de zovleeste vertraging op rij wordt aangehaald is dat de gebeurtenissen in China en de groeiemarkten een licht negatieve impact hebben op het Amerikaanse herstel (dat ondertussen al meer dan 6 jaar aan de gang is) en dat daardoor de overtuiging ontbreekt dat de inflatie, ook door de zwakke olieprijs, snel naar de beoogde 2 procent zal gaan. Daarom is het volgens Janet Yellen beter om nog even te wachten.

Een aantal vragen, die ook aan bod kwamen bij de persconferentie na de rentevergadering, dringen zich nu op. Kunnen de negatieve omgevingsfactoren de komende paar maanden in voldoende mate weggewerkt worden om een renteverhoging in oktober of de-

cember te verantwoorden? Geloven we dat de Chinese economie en in zijn kielzog de groeiemarkten op die korte tijd hun inzinking te boven zullen zijn?

De leden van de Fed zijn daar ook niet zeker van. De meeste gaan nog uit van een eerste renteverhoging in 2015, maar het aantal leden dat een eerste renteverhoging nu pas in 2016 verwacht, is wel verdubbeld van twee naar vier. Er zijn er ook altijd dissidenten. Lacker stemde voor een onmiddellijke verhoging van 25 basispunten. Aan de andere kant was er ook één die graag een negatieve rente zou zien.

Je krijgt het gevoel dat ze bij de Fed even fel in het duister tasten als de beleggers. Het wordt nu wachten op de vergadering van 26 oktober voor een spelletje: "doen ze het of doen ze het niet". De markten weten ook niet goed wat ze er mee aanmoeten. Een minder actieve Federal Reserve betekent ceteris paribus een zwakkere dollar. En dat zal natuurlijk een aantal van de groeielanden en groeielandenmunten zeker niet slecht uitkomen.

Is de Federal Reserve nu de centrale bank van de wereld geworden? Maar was ze dat eigenlijk niet altijd al een beetje?

Voor de aandelenmarkten betekent dit waarschijnlijk dat de onzekerheid en de volatiliteit die we de afgelopen maanden hebben gekend mogelijk nog wat langer duurt, maar hopelijk niet te veel langer dan zes weken. Paradoxaal genoeg haalt de Federal Reserve de onzekerheid op de markt aan, die ze voor een stuk zelf veroorzaakt door niets te doen, als een reden om niets te doen.

Misschien was het toch beter geweest om de rente al met 25 basispunten te verhogen en dan aan te geven dat het voor een tijdje gedaan was en/of het verhogingsproces zeer traag zou verlopen. Maar dat is het dus niet geworden.

Kortom, de bosmarmot is nog even terug naar zijn hol, de winter is nog niet voorbij en Bill Murray, de acteur die in de film steeds opnieuw dezelfde dag beleeft, zou hier waarschijnlijk hartelijk om kunnen lachen.



die daling in het geval van Daimler onterecht. De Mercedes-producent publiceerde over het tweede kwartaal immers een sterker dan verwachte omzet- (+19%) en operationele winstgroei (+54%), dankzij attractieve nieuwe modellen (mooie volumegroei), positieve wisselkoerseffecten en een indrukwekkende winstmargeverbetering. Het was één van de aangenaamste verrassingen van het Europese resultaatseizoen. En ook recente verkooptcijfers tonen aan dat het sterke momentum aanhoudt. De Europese automarkt vertoont geen tekenen van groeivertraging (tot en met augustus: +8%) met marktaandeelwinst voor Mercedes. In China vertoont de automarkt, na de lichte krimp in juli (-2%) al weer herstel in augustus (+3%; +8,6% y-t-d). En daar is de prestatie van Mercedes nog opvallender: +48% in augustus (+18% y-t-d). Mercedes profiteert van zijn attractieve nieuwe modellen en uitbreiding van zijn Chinees dealernetwerk. Ook de vrachtwagendivisie doet het goed. We verwachten voor Daimler opnieuw zeer sterke derdekwartaalresultaten en het gunstige product-momentum kan aanhouden tot in 2016. We denken dan ook dat het aandeel vrij snel kan herstellen.

ARM: groeimodel blijft intact! Kopen.

Op zijn jaarlijkse analistendag stelde ARM, architect van het mobiele internet, de markt gerust met het behoud van de vooruitzichten voor het lopende derde kwartaal, al ontbrak een duidelijke prognose voor het volledige jaar. Het investeringsverhaal berust nog steeds op de succesvolle transitie naar 64-bit microprocessors met hogere royalty-inkomsten per verkocht product (nieuwe Apple-gamma is volledig '64-bit') en de verdere expansie richting microprocessors voor netwerken en servers. Terwijl de ARM-technologie in zowat 95% van alle smartphones ter wereld zit, is de groep nog relatief klein op gebied van microprocessors voor netwerken en servers. Hier wordt de volgende jaren qua investeringen een tandje bijgestoken. Bij een verhoogd marktaandeel moet dit leiden tot een bijkomende omzet van 40 miljoen dollar in 2016, oplopend tot een extra 200 miljoen dollar tegen 2020. Bijkomende investeringen zijn ook gepland voor het Internet der Dingen (IoT) die het management beschouwt als de volgende grote stap in de 'smart mobile

revolution.' Ook ARM bleef niet immuun voor de groeiperikelen vanuit China die de technologiesector recent onder druk zette. Toch zagen we recent een aantal upgrades van brokers, verhoogde de grootste aandeelhouder recent zijn belang verder van 8 tot bijna 9%

KBC ANCORA: Goedkope indirecte play op KBC. Kopen.

KBC Ancora realiseerde over het gebroken boekjaar 2014/15 (eind juni) een winst van 133,7 miljoen euro (ontvangen KBC-dividenden min financiële - en werkingskosten). No-

teer dat dochter KBC (en dus ook KBC Ancora) in principe over boekjaar 2015 geen dividend zal uitkeren tenzij echter de groep al in 2015 tot een versnelde terugbetaling van de resterende staatsteun zou overgaan en hierbij mogelijk een interim-dividend zou aankondigen. Bovendien zal de verlenging met 2 jaar van 175 miljoen euro schulden die in 2017 vervallen en dit tegen een lagere rente de monoholding in boekjaar 2017/18 en 2018/19 jaarlijks 3,5 miljoen euro aan rentelasten uitsparen. Belangrijker bij een monoholding is echter de evolutie van het onderliggen-

“De kudde biedt bescherming en een warm gevoel. Maar vaak is het ook een vals gevoel van veiligheid. Toch mogen we ook hier niet overdrijven. De consensus heeft niet altijd ongelijk.”

en zou China in toenemende mate geïnteresseerd zijn in een overname van IP-bedrijven (intellectuele eigendomsbedrijven zoals ARM die zelf geen producten maakt, maar zich beperkt tot het design ervan). Kortom, na de recente correctie in het aandeel en de bemoeidigende vooruitzichten van het management op de Analistendag herhalen we ons koopadvies met een koersdoel van 1300 pence. ARM blijft op basis van waardering, stevige fundamentals en LT-groeipotentieel binnen het mobiele internet een top pick binnen de technologiesector.

de KBC (uitstekend tweedekwartaalrapport) en de intrinsieke waarde. Momenteel noteert KBC Ancora met een nog steeds te hoge 35%-korting tegenover de nettoactiefwaarde. Dankzij het lagere risicoprofiel en hoger groeiritme bij KBC de komende jaren, de aanvaardbare schuldpositie en de normalisering van de dividendenstromen van KBC richting KBC Ancora zien we deze korting afnemen richting 20%. Kortom, we blijven koper van KBC Ancora als een indirecte, goedkope play op KBC (18,6%-belang). Op basis van het koersdoel van 63 euro voor KBC waarop we een 20% holdingkorting toepassen, blijft het koersdoel voor KBC Ancora 46 euro per aandeel.

REDACTIE 16 SEPTEMBER 2015



RESILUX

The innovative packaging company



YOU GET LOTS OF BOTTLE FROM RESILUX PREFORMS

PET PREFORMS & BOTTLES
MONOLAYER, BARRIER, REFILL, HOTFILL

Damstraat 4
9230 Wetteren, België
T +32 (0) 9 365 7474

www.resilux.com
sales@resilux.com