

T fondsen strategie

Europa goedkoop, Amerika te duur Ethenea gooit het roer om

Verkoopopties beschermen zijn fonds tegen brutale crashes van 10 procent of meer, zegt Peter Steffen, fondsbeheerder bij Ethenea. 'Een redelijk unieke strategie voor een dynamisch fonds, maar kapitaalbescherming blijft onze hoofdbekommernis.'

GUIDO MEEUssen

Zegt u dat iedereen positief is over Europese aandelen?', reageert fondsbeheerder Peter Steffen verwonderd. 'Sommigen spreken er dan wel lovend over, maar ze investeren er niet in. De cijfers spreken voor zich: grote vermogensbeheerders en pensioenfondsen hebben vorig jaar meer dan 10 procent van hun beleggingen in Europese aandelen teruggetrokken. 10 procent, dat is heel veel. Al het geld dat ze recupererden met het dumpen van die Europese aandelen, werd in Amerikaanse aandelen gestoken.'

'Sinds begin dit jaar is de toestand wat veranderd, maar er vloeit nog altijd meer geld naar de Amerikaanse dan naar de Europese beurzen. Dat vertaalt zich ook in de koersen: sinds begin dit jaar zijn die in de VS met 6 procent gestegen, dubbel zo veel als in Europa.'

Niet duur

Echt duur vindt de portefeuillemanager van Ethenea Europese aandelen niet. 'Als je de klassieke parameters hanteert, zijn Europese aandelen niet echt aantrekkelijk geprijsd. Maar als je kijkt naar het rendement van de vrije kasstroom (FCF-yield) - wat wij een veel beter criterium vinden - dan krijg je een heel ander verhaal. De FCF-yield schommelt rond 9 procent voor de Stoxx 600 Europe, wat niet alleen beter is dan de 5 procent van de S&P 500 in de VS, maar ook historisch gezien gunstig en aantrekkelijker dan de zeer lage risicovrije rente.'

'Als we kijken naar de cyclisch gecorrigeerde koers-winstverhouding (CAPE), zijn Europese aandelen duidelijk nog aantrekkelijker. In de VS is de ratio onlangs weer gestegen tot circa 30, een niveau

Tegenover hun historische winsten zijn Europese aandelen vandaag niet duur.

PORTEFEUILLEMANAGER ETHENEA
PETER STEFFEN

dat enkel in 2000 werd bereikt. De Europese ratio zit nog steeds lager dan 15.

'Vandaag schurken de winstmarges in de VS tegen hun historische topniveaus aan of zitten ze er zelfs boven, in Europa zijn ze zelden lager geweest. Daarom hebben we onze posities in Europese aandelen tot meer dan 50 procent van onze portefeuille uitgebouwd. Ik heb het dan over ons Ethna-Dynamisch-fonds. De aandelenposities in de VS hebben we tot ongeveer 25 procent teruggebracht.'

'Dat geeft bijna een spiegelbeeld van de portefeuille een jaar geleden, toen we meestal voor minstens 50 procent in Amerikaanse aandelen zaten en voor maximaal 25 procent in Europese. Er zijn nog elementen die het optimisme voor Europese aandelen rechtvaardigen. De Zuid-Europese banken, die vorig jaar massale verliezen boekten, zijn aan de beherhand. De werkloosheid blijft dalen en industriële sectoren als de bouw en de chemie presteren beter. Dat creëert ook een bodem voor hogere multiples.'

'Sinds september zijn we optimistischer geworden voor Europa, omdat de waarderingen van Amerikaanse en Europese aandelen uit elkaar begonnen te lopen.'

Zijn Amerikaanse aandelen dan te prijzig geworden? 'De Amerikaanse beurzen zijn hoger gewaardeerd omdat er meer technologische bedrijven actief zijn die veel duurder zijn geworden. De multiples zijn daar veel hoger, soms onrealistisch hoog. Kijk naar Microsoft: dat is de voorbije vijf jaar drie keer duurder geworden terwijl de vrije kasstroom daalde en het bedrijf niet noemenswaardig is gegroeid. Zo iets kan niet blijven duren.' Heel wat technologische aandelen zitten dus inzake waardering tegen hun limiet. Ook Apple rijgt het ene record aan het andere, terwijl de operationele winst vorig jaar met 15 procent daalde. 'Daarbij kun je je toch vragen stellen? Te veel mensen zijn te optimistisch.'

Schokken

2016 was moeilijk met eerst een appelflauwte van de markten, dan een stevig herstel en tussendoor een brexit en de verkiezing van Donald Trump. Hoe gaja daarmee om? 'We maken natuurlijk altijd eerst ons huiswerk: is het aandeel aantrekkelijk geprijsd, haalt de vrije kasstroom een goed niveau, is de schuldenhefboom onder controle, hoe zit het met de duurzaamheid van het ondernemingsmodel... Daar leggen we dan een macro-economische filter over.'

Dat politieke gebeurtenissen als de verkiezingen in Nederland, Frankrijk of Duitsland een zware impact kunnen hebben op de koersen, gelooft Steffen niet. De Nederlanders hebben hem alvast gelijk gegeven. 'Dat is de voorbije kwarteeuw nooit het geval geweest. Gebeurtenissen als de brexit en de verkiezing van Trump waren veeleer uitzonderlijk.'

Maar externe schokken zijn natuurlijk steeds mogelijk. En vooral hoog geprijsde aandelen zijn dan een makkelijk slachtoffer. 'Daarom investeren we nooit in 'de markt' maar in specifieke aandelen,' legt Steffen uit. 'Bovendien hebben we een macro hed-

ging strategie, waarbij we putopties nemen voor drie tot zes maanden en dat op continue basis. Niet te dicht bij de marktwaarde, anders zouden ze te duur zijn, maar zo'n 8 à 9 procent daaronder. Je betaalt jaarlijks een premie, wat natuurlijk weegt op het rendement en je moet de putopties waarschijnlijk niet uitoefenen, maar je bent wel beschermd tegen erg brutale crashes van 10 procent of meer. Dat is een redelijk unieke strategie, vooral dan voor actieve en dynamische fondsen, maar onze eerste bekommernis is en blijft de bescherming van het kapitaal.'

Die verdedigingsmuur speelde Ethenea vorig jaar wel parten. 'Mede door die strategie van kapitaalbescherming via putopties haalden we vorig jaar voor ons fonds Ethna-Dynamisch maar een rendement van iets meer dan 0,5 procent. Dat komt ook omdat we begin 2016, toen de markten daalden, heel wat posities hebben afgebouwd. Daarna, toen de koersen weer stegen, zijn we te laat ingestapt. Van april tot november gebeurde er niet veel, maar was er wel veel volatiliteit. Dan zaten we met die put premium. We zijn blij dat we het voorbije jaar konden afsluiten zonder verlies.' 2017 is veel beter gestart, met een winst van zo'n 3 procent sinds het jaarbegin.

GBL

Welk soort aandelen heeft Ethenea zoal in portefeuille? 'Laat me eerst zeggen dat we een aandeel doorgaans lang bijhouden. De grootste positie die we hebben, zit al anderhalf jaar in de portefeuille. Dat is Samsung Electronics. Dat aandeel deed het vrij goed vorig jaar, in tegenstelling tot de vijf jaar voordien. Met een FCF-yield van 10 procent en een cash pak op de balans is het sterk ondergewaardeerd. Onze op één na grootste positie is de Duitse verzekeraar Allianz, daarvan hebben we onlangs nog bijgekocht. Dat is een aandeel dat nog relatief goedkoop is in vergelijking met zijn sectorgenoten met een koers-winstverhouding van 10 tegenover 13/14 voor vergelijkbare bedrijven. Na zijn nare ervaringen in 2000 en 2007 bouwde Allianz een stevige buffer uit waardoor het de enige verzekeraar is met een AARating. Maar nu is het gestart met de inkoop van eigen aandelen en het trekt ook zijn dividend op.'

Belgische aandelen zitten er niet in het fonds. 'Indirect zitten we in de holding GBL via onze positie in Pargesa (Zwitserland). Dat aandeel is pas hersteld van de forse herwaardering van de Zwitserse frank. Maar GBL heeft een uitstekend trackrecord en betaalt een mooi dividend. Zijn investering in Adidas vorig jaar was een briljante zet. Ik moet toegeven dat ik er vorig jaar ook naar gekeken heb, maar het te risicovol vond.'