

## Onzekerheden rond financiële waarden blijven voorlopig volop bestaan

# FINANCIALS VERGEN SELECTIVITEIT

Ook in 2011 behoorden de financials weer tot de grootste dalers. De meningen over de toekomst van de sector zijn verdeeld. De positiefste komt echter niet verder dan dat waarschijnlijk het ergste al in de koersen is verdisconteerd. Wie in de sector wil beleggen, moet selectief zijn.

Tekst: Harry Geels, directeur Inmaxxa Research

**F**inancials hebben een moeilijk jaar achter de rug. Terwijl de MSCI World slechts een paar procent inleverde, moest de MSCI World/Financials met 15,7% terug. Eigenlijk zit de sector al vanaf mei 2007 in zwaar weer. In de onderste grafiek is te zien dat vanaf toen de sector meer dan de helft van zijn waarde is kwijtgeraakt (op het dieptepunt zelfs meer dan 70%). Eerst was het de kredietcrisis die roet in het eten gooide en daar kwam de Europese schuldencrisis van 2011 achteraan. Hoe zwaar banken het nog altijd hebben, bleek recent uit twee dingen. Eind november moesten alle belangrijke centrale banken de rente op de dollarliquiditeits-swaps met een half procentpunt verlagen. Twee weken geleden kregen banken min of meer onbeperkt toegang tot gratis geld (rente slechts 1%) van de ECB. Deze maatregelen waren nodig omdat banken dringend behoefte hadden aan geld.

Als het om de financiële sector gaat, lopen de meningen nogal uiteen. Het onafhankelijke Amerikaanse researchbureau Bespoke vergeleek onlangs de ontwikkelingen van de financials met die van Technologie. Beide hebben een vergelijkbare zeepebel en een daaropvolgende correctie meegemaakt. De bovenste grafiek toont hoeveel beter financials het aanvankelijk ten opzichte van de markt deden. Het verschil zou nog duidelijker worden als we uit de MSCI World de financials zouden weghalen. Als de vergelijking terecht is, blijft de sector nog jaren kwakkelen.

### KLEM

Er zijn hiervoor genoeg redenen te bedenken. De vastgoedmarkt in Europa, en mogelijk straks ook Azië, staat onder druk, wat het onderpand van de hypotheekportefeuilles omlaag haalt. Banken hebben van origine altijd veel belegd in obligaties. De 'veilige leningen' leveren echter bijna geen rende-

ment meer en de leningen van de minder veilige landen zullen waarschijnlijk vroeg of laat worden afgestempeld. Banken worden klemgezet: van de ene kant nemen de inkomsten af en staan beleggingen onder druk, van de andere kant moeten de buffers op voorschrift van de autoriteiten omhoog.

Menig vermogensbeheerder mijdt daarom financiële waarden. Het Franse Comgest belegt bijvoorbeeld al jaren amper in ze. Comgest heeft een voorkeur voor bedrijven met een dominante positie, weinig schulden op de balans en mogelijkheden om in alle marktomstandigheden winst te maken. Financials voldoen geenszins aan dit plaatje.

Het eveneens Franse Neuflyze gaat nog verder. Geen financials: de balansen zijn onduidelijk en er moet nog veel worden afgeschreven. De beurswaarde van de banken heeft zich historisch tussen de 5 en 28% van het totaal bewogen. In mei 2007 zaten ze zo rond de 28%. Nu schommelt het percentage rond de 13. Volgens Neuflyze is de komende jaren een beweging naar de 5% waarschijnlijk.

Opvallend is het nog altijd aanzienlijke aanbod van beleggingsfondsen voor deze sector. Patrick Lemmens is de fondsbeheerder van Robeco New World Financials (zie ook tweede artikel). Over het aanbod van fondsen zegt hij dat ook Robeco regelmatig evalueert of themafondsen nog bestaansrecht hebben: 'Bij Robeco hebben we geconcludeerd dat het nog steeds zinvol is een specifiek fonds voor deze sector te hebben'. De financiële sector is breed en gevarieerd. Lemmens: 'Als je actief belegt en je richt op specifieke subsectoren als financiële infrastructuur, internetbetalen, opkomende markten of beleggingsinstellingen (sparen als aanvulling op dalende pensioenen) en financials die relatief beperkt door de kredietcrisis zijn geraakt met een stabiel en hoog dividend (denk in het laatste geval aan bedrijven als Binckbank en Delta Lloyd), moet het mogelijk zijn

### Selectie uit de sector Financials

Fondsnaam	IS*	Rendement, geannualiseerd, € (in %)			IR**	ISIN
		1 jaar	3 jaar	5 jaar		
iShares Stoxx Europe600 FinSer (DE)	6,85	-20,3	7,7	-12,9	-0,41	DE000A0H08G5
Lyxor ETF Stoxx Europe600 Financial Srv	6,57	-21,0	8,7	-12,5	-0,31	FR0010345363
SSgA Financials Index Equity Fund	5,91	-18,6	8,2	-13,8	-0,59	FR0000018228
Fidelity Global Financial Services	5,86	-16,8	8,7	-9,1	-0,62	LU0114722498
Jupiter JGF Global Financials	5,84	-19,9	7,3	-7,7	-0,69	LU0262308454
Henderson Global Financials	5,62	-21,2	9,1	-10,6	-0,60	GB0031919342
ING Financials	5,53	-20,1	7,0	-15,1	-0,56	NL0000286169
KBC Equity Finance	5,37	-22,0	8,1	-13,2	-0,57	BE0166985482
AXA NL Financiële Sector	5,33	-19,1	6,0	-14,0	-0,76	LU0271248360
Blackrock Group Funds World Financials	4,63	-20,1	5,5	-14,2	-0,84	LU0171304719
Robeco New World Financials	4,43	-24,3	8,2	-15,2	-0,42	LU0187077481
JPMorgan Global Financials	4,43	-20,8	7,9	-15,6	-0,50	GB0030877103

Bron: Morningstar Direct, Inmaxxa-multimanagerplatform

\*Inmaxxa-score: objectieve score (0-10) berekend op basis van 25 prestatiefactoren

\*\*IR: Information Ratio, meet hoeveel outperformance een beleggingsfonds heeft ten opzichte van de benchmark, gecorrigeerd voor risico's in die outperformance

Peildatum: 30 december 2011

in de toekomst als beleggingsfonds waarde toe te voegen'.

De vraag is echter hoe het komt dat indextrackers het de laatste jaren over het algemeen beter hebben gedaan dan de actieve fondsen (zie tabel). Het zijn uitdagende jaren geweest voor actieve beheerders. In de 'crap rally' van 2009 stegen de zwakste broeders, die je juist als actieve belegger mijdt of onderweegt, meer dan gemiddeld. 2011 was een 'risk-on, risk-off'-jaar. Lemmens: 'Nu eens moest je in Spanje en Italië zitten, dan weer niet. Dat was voor een langetermijnbelegger die in bepaalde thema's gelooft, en daaraan wil vasthouden, niet bij te houden'.

De slotvraag luidt: wel of niet in financials? Er zijn zoveel onzekerheden dat we er waarschijnlijk goed aan doen sowieso beperkt in de sector te beleggen, al is het maar uit het oogpunt van risicobeheersing. Wie een belang wil opbouwen, kan kiezen: één of het liefst meerdere actieve beheerders zoeken die langetermijnsubthema's bespelen of een benadering waarbij enkele van dergelijke actieve fondsen worden gecombineerd met een indexfonds (de kern-satelliet-benadering).

### Hoge pieken, diepe dalen



### Zwaar gestraft



## Inzetten op thema's uit de financiële sector ROBECO NEW WORLD FINANCIALS

Een goed voorbeeld van een beleggingsfonds dat actief thema's uit de sector bespeelt, is Robeco's New World Financials.

Tekst: Harry Geels, directeur Inmaxxa Research

Actief beheerde fondsen blijven de laatste jaren over het algemeen achter op de indices. Daar heeft ook het Robeco New World Financials last van gehad. Terwijl de index ruim 15% verloor, moest het fonds meer dan 20% inleveren. Op driejaarsbasis loopt het fonds in de pas met de index. Het is een moeilijke tijd geweest voor actief beheer (zie verhaal ter linkerzijde). Toch moet het volgens de fondsbeheerder, Patrick Lemmens, mogelijk zijn de index te verslaan. Deze bestaat volgens hem namelijk voor meer dan de helft uit westerse banken en die zitten in zwaar weer. De outperformance moet komen van sectoren die minder geplaagd worden door problemen. Het gaat dan om opkomende markten en beleggingsondernemingen die verondersteld worden te profiteren van de trend om zelf vermogen op te bouwen voor later. Lemmens heeft daarom fondsen als KKR (private equity) en MAN (aanbieder van hedgefondsen) geselecteerd. Hij beaamt dat de sector het zwaar heeft. 'Maar dat gaat ook wel een keer over. Als er duidelijkheid komt over Europa en de schulden crisis wordt opgelost, zou de sector weleens een mooi herstel kunnen laten zien. Banken zijn al flink afgewaardeerd.'

Morningstar heeft vertrouwen in de fondsbeheerder. Volgens het research-instituut worden themafondsen nog weleens geplaagd door wisselingen van beheerders. Een themafonds is vaak een tussenstap naar een breder beleggend fonds. Bij Lemmens gaat men ervan uit dat hij voor de sector gaat. Hij beheerde van 2003 tot 2007 ook al een ander fonds uit de sector: ABN Amro Financials, waar hij een goed trackrecord neerzette. Hij spreekt met veel enthousiasme en kennis over de sector.

Lemmens beheert het fonds alleen, maar krijgt ondersteuning van diverse Robeco-medewerkers. In het

begin van 2011 is er een nieuwe analist voor wereldwijde financiële en vastgoedaandelen aangetrokken. Zijn werkwijze sluit goed aan bij de trendmatige aanpak van zowel Lemmens als van de beheerders Folmer Pietersma en Christian Vondenbusch, die naast het beheren van een eigen fonds, Lemmens ondersteunen.

Het beleggingsbeleid bestaat enerzijds uit het identificeren van thema's (top-down), anderzijds uit het bottom-up analyseren van alle bedrijven uit het gehanteerde universum. Lemmens durft thema's echt te bespelen en ook weer overboord te gooien als ze niet meer actueel zijn, wat we overigens van een actief fonds mogen verwachten. Deze benadering zorgt ervoor dat de prestaties van de index af kunnen wijken.

### Top-10 holdings (in %)

Deutsche Bank	3,25
KKR	2,99
JPMorgan Chase	2,95
Standard Chartered	2,26
HSBC Holdings	2,07
Citigroup	2,03
BNP Paribas	2,01
Metlife	1,93
Orix Corporation	1,84
American Express	1,72

Bron: Morningstar

### Lichte achterstand

