

Uitkomst van de ingeslagen weg van saneringen nog zeer onzeker

OOK CONTRAIR IN PIGS IS EEN GOK

De PIGS-landen hebben de laatste jaren op de beurs slecht gepresteerd. Vooral van Griekenland (-90%) zal dat niemand verbazen. Spanje is opvallend genoeg relatief ongehavend. Toch zouden de problemen van Spanje wel eens verontrustender kunnen zijn dan die van Italië.

Tekst: Harry Geels, partner Inmaxxa

Als de beurs een goede leidraad is voor de ontwikkelingen, kunnen we concluderen dat het 'project' Europa aanvankelijk goed is geweest voor Zuid-Europese landen, ook wel PIGS-landen genoemd. De aandelenkoersen deden het hier tot aan de introductie van de euro beter dan in de meeste andere Europese landen. Om mee te mogen doen met de euro moesten landen voldoen aan de bepalingen van het Verdrag van Maastricht. Daartoe hebben de zuidelijke landen economische hervormingen en flinke bezuinigingen doorgevoerd. Dit ging vrij eenvoudig, omdat de jaren negentig hoge economische groei kenden, onder andere door de ontwikkelingen op het gebied van internet en telecom. Tegelijkertijd kon de

inflatie onder controle blijven door de concurrentie vanuit opkomende markten. Door de convergentie van de zuidelijke landen met de rest van Europa konden er mooie koerswinsten worden bijgeschreven.

Toen de euro werd geïntroduceerd (giraal in 1999 en chartaal in 2002) deden de PIGS aanvankelijk goed mee. Spanje deed het zelfs beter dan de rest van Europa. Italië en Portugal liepen in de pas. Griekenland bleef al direct achter, wellicht vanwege 'het kunst- en vliegwerk' dat nodig was om het land te laten voldoen aan de criteria van het Verdrag van Maastricht.

ZWAKKE CONCURRENTIEPOSITIE

Toen de crisis in de zomer van 2007 toesloeg, ging het mis. Sinds mei 2007 zijn de koersen van Spanje, Por-

tugal, Italië en Griekenland met respectievelijk 35, 50, 58 en 90% gedaald (zie grafiek). Hun probleem zit in een verzwakking van de concurrentiepositie door minder budgettaire discipline en een lagere arbeidsproductiviteit. Voorheen konden de PIGS een achterstand in de concurrentiepositie opheffen door hun valuta te devalueren. Dat kan door de euro niet meer.

Of de koersdalingen een goed instapmoment bieden, hangt af van de voorgenomen en reeds in gang gezette mogelijke oplossingen. Men is de weg van saneringen (van vooral de overheidsfinanciën) opgegaan. Het is nog te vroeg om te beoordelen of dit gaat lukken. Dat Griekenland niet alle schulden zal terugbetalen, is helder. In Italië is men nog maar kort bezig met saneren. Spanje en Portugal hebben al de nodige maatregelen doorgevoerd, maar dit heeft alleen maar meer ellende opgeleverd. De werkloosheid is in Spanje opgelopen tot boven de 20%.

Als we afgaan op de marktrente op de staatsschuld en de kredietstatus hebben de financiële markten meer zorgen over Italië dan over Spanje. De vraag is of dit terecht is. De staatsschuld in Italië mag dan in percentage van het bbp het dubbele zijn van die van Spanje, tellen we de schulden van lokale overheden en huishoudens mee, dan staat Spanje er slechter voor. Verder is de schuld in Italië veel meer in lokale handen. Spaanse banken kampen bovendien nog met de problemen van het uiteenspatten van de huizen- en vastgoedzeepbel. De hoeveelheid slechte leningen op de balansen van de Spaanse banken is relatief het grootst van alle landen in Europa (met uitzondering van Ierland).

Met een overheidstekort van 8% per ultimo 2011 (terwijl het doel voor 2012 op 4,4% is gesteld!) is de vraag hoe de Spaanse overheid de banken nog kan helpen. Fondsbeheerder Firmo Morgado van het Fidelity Iberia

Selectie uit beleggingsfondsen PIGS-landen

| Fondsnaam | IS* | Rendement, geannualiseerd, € (in %) | | | IR** | ISIN |
|---|------|-------------------------------------|--------|--------|-------|--------------|
| | | 1 jaar | 3 jaar | 5 jaar | | |
| SPANJE | | | | | | |
| Fidelity Iberia | 6,52 | -9,2 | 1,9 | -6,4 | -0,64 | LU0115765678 |
| Lyxor ETF Ibex35 | 6,39 | -9,2 | 1,5 | -7,2 | -0,69 | FR0010251744 |
| PORTUGAL | | | | | | |
| BPI GIF - Iberia I | 7,56 | -17,7 | 1,9 | | -0,84 | LU0292622254 |
| ITALIË | | | | | | |
| Eurizon Stars Fund Italian Equity | 7,41 | -21,8 | 2,4 | -9,4 | -0,75 | LU0278425771 |
| AXA World Fund Firm Italy | 6,39 | -21,9 | 3,8 | -12,1 | -0,68 | LU0087656699 |
| DWS Invest Italian Equities | 6,24 | -27,3 | -1,2 | -14,1 | -0,84 | LU0254494445 |
| Fidelity Italy | 5,50 | -24,7 | 0,5 | -13,9 | -0,70 | LU0048584766 |
| Amundi ETF MSCI Italy | 5,01 | -20,3 | -3,9 | | -0,99 | FR0010655720 |
| Lyxor ETF FTSE MIB | 4,99 | -22,9 | -4,5 | -15,2 | -0,96 | FR0010010827 |
| GRIEKENLAND | | | | | | |
| Eurobank EFG (LF) Eq-Flex Style Greece | 7,48 | -37,2 | -8,4 | | -0,90 | LU0385659072 |
| Allianz Aggressive Strategy Domestic Equity | 6,76 | -39,0 | -17,6 | -24,1 | -1,31 | GRF000010006 |
| Allianz Domestic Equity Fund | 5,55 | -48,9 | -23,7 | -26,8 | -1,33 | GRF000009008 |

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: 5 januari 2012

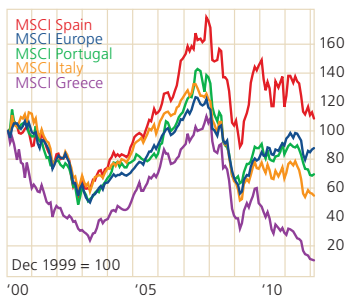
Fund (zie ook verhaal ter rechterzijde) denkt ook dat op korte termijn de problemen nog niet opgelost worden. Hij gaat er echter van uit dat Spanje niet in 'default' gaat en dat men erin slaagt de bankensector weer te saneren. Als dat inderdaad bewaarheid wordt, zouden de koersen weer kunnen gaan stijgen. De onzekerheid over de toekomst moet eruit. Default of niet, als beleggers maar weten dat het ergste achter de rug is.

AL EEUWEN ACHTER

Het is nu eigenlijk nog te vroeg om te beoordelen of de ingeslagen weg van saneringen in de PIGS-landen al werkt. De grote vraag is of deze weg überhaupt zoden aan de dijk gaat zetten. Men gaat er bij het huidige plan van aanpak van uit dat saneringen de concurrentiekrachten zullen herstellen. Dat valt echter nog te bezien. De arbeidsmentaliteit en budgettaire discipline lopen in de zuidelijke landen al eeuwen achter op die van de noordelijke landen. Een duurzame oplossing zou hierop moeten terugrijpen: toch wellicht weer kunnen devalueren of de landen in staat stellen net zo goedkoop te lenen als de noordelijke landen. De toekomst zal het uitwijzen.

Beleggen in deze landen lijkt dus voorlopig alleen weggelegd voor hen die menen dat de markten al genoeg ellende hebben verdisconteerd. Met een 90%-koersdaling in Griekenland valt hier wellicht wat voor te zeggen. Italië is wat beleggingsmogelijkheden betreft het beste bedeed van de vier PIGS-landen. De financiële markten zijn hier dieper en gevarieerder, hetgeen zich uit in een groter aanbod van beleggingsfondsen (zie ook tabel).

Spanje op kop



Top-10 holdings (in %)

| | | |
|--|----------------------------|------|
| Banco Bilbao Vizcaya Argentaria | Financiële dienstverlening | 10,0 |
| Industria De Diseño Textil | Cyclische consum.goederen | 8,6 |
| Repsol | Energie | 4,8 |
| Mediaset Espana Comunicacion | Cyclische consum.goederen | 4,6 |
| Amadeus IT Holding | Technologie | 3,9 |
| Galp Energia | Energie | 3,8 |
| Distribuidora Int.De Alimentacion | Duurzame consum.goederen | 3,5 |
| Portucel - Empresa Productora de Pasta e Papel | Basismaterialen | 3,5 |
| Pescanova | Duurzame consum.goederen | 3,1 |
| Const.y Auxiliar de Ferrocarriles | Industrie | 3,1 |

Bron: Morningstar.

Voorzichtig met financials FIDELITY IBERIA FUND

Met een actief beleid van het onderwegen van financials boekt het Iberia Fund van Fidelity al drie jaar een outperformance.

Tekst: Harry Geels, partner Inmaxxa

Er zijn niet al te veel mogelijkheden voor Nederlandse beleggers om beleggingsfondsen voor de PIGS-landen te kopen. Een goed alternatief is het Fidelity Iberia Fund dat zowel in Spanje als Portugal belegt. De benchmark bestaat voor 80% uit de MSCI Spain en voor 20% uit de MSCI Portugal. Het fonds is in staat geweest bijna ieder jaar deze 'commingled benchmark' te verslaan. De laatste jaren lukte dat alleen in 2008 niet.

Het fonds wordt sinds september 2006 beheerd door Firmino Morgado, met meer dan twintig jaar ervaring volgens Morningstar 'een talent dat met passie en kennis het fonds beheert'. Morgado werkt al sinds 2002 bij Fidelity en heeft daar het typische carrièrepad van een fondsbeheerder gevolgd: eerst binnenkomen als analist. Hij heeft er in 2008 een tweede fonds bij gekregen: het Fidelity European Aggressive. Morningstar acht hierdoor de kans gering dat het Iberia Fund weer een andere fondsbeheerder krijgt, iets dat bij grote fondsenaanbieders als Fidelity vaak voorkomt. Hij beheert immers nu ook een belangrijk ander fonds. De blik op Europa richten is waarschijnlijk ook een goede zaak voor een beheerder van een landfonds. Het verbreedt het blikveld.

Bij het beleggingsproces is er ruimte voor bottom-up stockpicking, alsmede het top-down bespelen van beleggingsthema's. Er is een voorkeur voor ondergewaardeerde aandelen, met sterke cashflow en balansen, hoog dividendrendement, hoge boekwaarde en een goede business-dynamiek en management. Er bestaan geen maximale gewichten, dus Morgado kan zijn overtuigingen goed bespelen. Sinds hij het fonds beheert, is de 'tracking error' (die beoordeelt hoeveel een portefeuille afwijkt van de index) 9%, wat hoog in de in het prospectus afgegeven range van tussen de 4 en 10% ligt.

Er geldt wel een richtlijn dat één aandeel niet ver boven de 10% allocatie mag uitkomen. Er is een voorkeur voor midcapaandelen en bedrijven die internationaal opereren, zoals Inditex. Het idee is dat er zo iets minder afhankelijkheid ontstaat van de lokale ontwikkelingen. Opvallend is de grote onderweging van Telefónica. Gezien de problemen van de sector is Morgado ook voorzichtig ten aanzien van financials, BBVA en Santander worden onderwogen. Andere financials worden overwogen, zoals Banco Popular en Criteria CaixaCorp. Ten opzichte van de benchmark is er een onderweging van Portugal en dus een overweging van Spanje.

Outperformance



Bron: Morningstar/MSCI