

GUNSTIGE VOORUITZICHTEN ONDANKS CRISIS

Vorig jaar stonden niet-financiële bedrijfsobligaties sterk in de belangstelling. Nu bieden financiële bedrijfsobligaties de beste rendementskansen.

TEKST: PETER KWAAK (ROBECO)

Naar onze mening is de marktomgeving zeer gunstig voor bedrijfsobligaties. Het economisch herstel zet door en niet-financiële bedrijven hebben tijdens de crisis hun balans versterkt en de kosten verlaagd. Dit doet vermoeden dat er nog meer in het vat zit voor de bedrijfsobligatiemarkten, mede gelet op de aantrekkelijke waardering van obligaties.

SIGNALEN OP GROEN

Wij onderkennen dat er voor de langere termijn zorgen bestaan over het feit dat er jarenlange hoge groei gestimuleerd is door excessieve kredietverlening en dat overheden roekeloos geld lijken bij te drukken. Vooralsnog is in Europa de dreiging dat Zuid-Europese landen hun aflossingen op obligaties niet kunnen betalen en/of hun schulden moeten herstructureren, afgewend. Hier was een grote reddingsoperatie van de Europese Unie in samenwerking met het IMF en de ECB voor nodig.

Omdat een dergelijk zwaar pakket eigenlijk de enige optie was in deze schulden crisis, houden wij vast aan onze visie dat voor de komende kwartalen de signalen op groen staan voor bedrijfsobligaties. Dat betekent niet dat we geen risico's op de langere termijn zien. We blijven daarom voorzichtig gepositioneerd in Zuid-Europese landen en overwogen in de Europese kernlanden.

BANKEN WORDEN VEILIGER

Ondanks of misschien wel juist dankzij alles wat we achter de rug hebben, zien we voor de financiële sector goede rendementskansen. Verscherpte regulering, in-gegeven door Basel III, zal ertoe leiden dat

banken grotere buffers moeten aanhouden, wat meer veiligheid betekent voor de houder van gewone, niet-achtergestelde bankobligaties. De risico's op achtergesteld bankpapier zullen altijd hoger zijn, ook na de forse rally van de afgelopen maanden. In de onrust vlak voor het grote EU en IMF-reddingspakket voor de eurolanden kregen deze obligaties dan ook forse tikken.

BEDRIJFSOBLIGATIES ZIJN NOG STEEDS ZEER AANTREKKELIJK GEWAARDEERD

RISICO-OPSLAGEN TERUGGELOPEN

De risico-opslagen ('spreads') op bedrijfsobligaties zijn sterk gedaald in de afgelopen twaalf maanden. In december 2008 piekte de risico-opslag voor niet-financiële bedrijfsobligaties tot ongeveer 3,75 procent boven op de rente op staatsobligaties. Inmiddels is deze spread grotendeels genormaliseerd tot een niveau van circa 1,4 procent en daarmee lijken bedrijfsobligaties weer duur geworden.

In historisch perspectief zijn bedrijfsobligaties echter nog steeds zeer aantrekkelijk gewaardeerd. De gemiddelde spread over de laatste elf jaar ligt rond de 1,0 procent, hier zitten we dus nog ruim boven. Interessant is ook dat spreads in de periode januari 1999 t/m januari 2010 net zo vaak onder de

0,8 procent lagen als erboven. Deze waarde geeft ook aan dat we qua waardering nu nog altijd aan de goede kant zitten.

Vergeleken met de vorige recessie aan het begin van deze eeuw zitten we met het huidige spreadniveau niet ver onder de vorige piek in spreads van oktober 2002. Op dat moment was er ook veel angst in de markt, als gevolg van de crisis in de telecomsector en de boekhoudschandalen bij onder meer Enron en Worldcom. Kortom, de huidige spreads zijn genormaliseerd, maar nog steeds aantrekkelijk.

VOLDOENDE EMISSIES

Na het recordjaar 2009 voor wat betreft de uitgifte van nieuw schuld papier, voorzien we ook in 2010 weer voldoende nieuwe emissies. Een recente emissie waar we positief over zijn, is de obligatie uitgegeven door het Nederlandse bedrijf TenneT. Het is een bedrijf met een solide karakter, in handen van de Nederlandse staat. Desondanks was de emissie van dit bedrijf aantrekkelijk geprijsd. Andere Nederlandse bedrijven waar we positief over zijn, zijn onder andere ASML, AkzoNobel, DSM, Wolters Kluwer, Ahold en KPN.

In de huidige marktomstandigheden zijn we over het algemeen positief over industriële ondernemingen. Deze bedrijven hebben tijdens de crisis vaak de juiste maatregelen genomen, zoals dividend schrappen, aandelen uitgeven, kosten verlagen en de kasstroom verhoogd door minder te investeren. ■