

OP DE UITKIJK NAAR BUBBELS

Hoewel het risico van bubbels begint op te doemen voor de lange termijn, kunnen bedrijfsobligaties profiteren van het reflatiethema.

TEKST: SANDER BUS & VICTOR VERBERK (ROBECO)

Niet alleen rond het jaareinde maar ook gedurende de rest van het jaar blijven we alert op het ontstaan van bubbels in de markten. Hoewel beleidsmakers hun best doen om de nasleep van de crisis zo goed mogelijk op te vangen, weten we dat ook beleidsmakers fouten maken.

Het grootste risico dat zij op dit moment onderschatten is dat de Fed bubbels creëert door de reële Fed-rente te lang negatief te houden (zo ontstaan bijvoorbeeld bubbels in beleggingen uit opkomende landen). Het huidige monetaire beleid zal in de toekomst moeilijker terug te buigen zijn dan we nu denken. We waarschuwen weer voor donkere wolken aan de horizon in deze fase van afbouwen en afbetalen van schulden, oftewel deleveraging, nu de debt super cycle is uiteengespat.

OPLOPENDE KOERSEN

Ondanks de donkere wolken positioneren wij ons op dit moment nog voor aanhoudende reflatie en oplopende bedrijfsobligatiekoersen. Het stimulerende monetaire en fiscale beleid gericht op reflatie van de economie kan er voor de korte tot middellange termijn voor zorgen dat de economische groei doorgaat op het huidige pad.

De voor de hand liggende zorg op de korte termijn is of beleidsmakers doorgaan met het lange en pijnlijke proces om de zuidelijke landen te helpen. Wij zijn hier niet gerust op en blijven daarom voorzichtig ten opzichte van schuldpapier van de Europese periferie.

Zuid-Europa bevindt zich in een vicieuze cirkel van bezuinigingsmaatregelen, tragere groei, nog meer bezuinigingen enzovoort.

Uiteindelijk moet de concurrentiepositie van deze landen meer aansluiten bij die van de rest van Europa. En dat is nu



juist het grootste vraagteken. Politieke druk van oppositiepartijen, Duitsland dat aandringt op verdere hervormingen, het delen van de lasten en onwil om de euro te laten devalueren, maken het er voor deze landen niet makkelijker op. Europa geeft deze landen tot 2013 de tijd om hun primaire tekort op te heffen. Het is nog helemaal niet zeker of het deze landen dan gelukt zal zijn om te ontsnappen aan een schuldhervorming.

Tegelijkertijd worden de verschillen binnen Europa groter. Duitsland laat juist een goede groei zien en voor de Europese kernlanden zien wij value-for-money in de bedrijfsobligaties van deze landen, met ook nog de potentie voor het koersopdrijvende effect van lager wordende spreads. Wanneer beleggers komend jaar genoeg nemen met een lagere spread, oftewel een lagere extra rentevergoeding ten opzichte van vergelijkbare staatsobligaties, dan heeft dat een positieve invloed op de waarde van de bedrijfsobligaties die wij nu in portefeuille hebben tegen de huidige spread. Over het algemeen zijn

credit spreads naar onze mening nog steeds goedkoop en voor in euro's luidende investment-gradebedrijfsobligaties zelfs ruim 10 procent goedkoper dan een kwartaal geleden.

TECHNISCH BEELD POSITIEF

Wij verwachten dat de zoektocht naar rendement in combinatie met andere factoren die gunstig zijn voor bedrijfsobligaties een extra rendement ten opzichte van staatsobligaties kan opleveren van ongeveer 4 procent voor investment grade en 6 procent voor high yield. Dat komt neer op een totaalrendement van respectievelijk 6 en 8 procent op jaarbasis.

Het technische beeld voor bedrijfsobligaties is ook positief. Het aanbod van papier met een hoge kredietwaardigheid blijft naar verwachting laag, aangezien de kasstromen van bedrijven hoger zijn dan hun financieringsbehoefte. Er is dan weinig aanleiding om nieuwe obligaties uit te geven, aangezien de kasstroom kan worden gebruikt om investeringen te financieren. Daarnaast blijft het management van bedrijven over het algemeen sterk gefocust op de schuldpositie. Dit alles zorgt voor een krapte aan obligaties. Hoewel het aanbod van high-yieldpapier groter is, wordt hiervan de vraag ook ondersteund door een beter economisch klimaat. We blijven positief over investment grade en high yield. Omdat we in high yield niet willen beleggen in de zwakste bedrijven, blijven we die vermijden.

Wel moeten er nog veel zorgen worden overwonnen. Op dit moment geeft de bedrijfsfundamentele situatie de minste reden tot zorg. Het bedrijfsleven gaat weer geld uitgeven en stijgende besparingen vormen niet langer een rem, maar hebben waarschijnlijk hun hoogste punt in deze cyclus wel bereikt. De grote zorgen hebben allemaal te maken met de beleidsmakers. ■