

VIVA ESPAÑA

Schuldsanering voor landen in de periferie van Europa blijft mogelijk. Het hoeft niet onoverkomelijk te zijn, maar het vereist wel politieke wil en inzicht.

TEKST: SANDER BUS & VICTOR VERBERK (ROBECO)

We hebben er meer vertrouwen in gekregen dat Spanje zijn problemen zal overwinnen en daarmee toegang weet te houden tot de kapitaalmarkten. Het land pakt de structurele zwakheden aan en nam hoognodige maatregelen.

Griekenland, en misschien ook Ierland en Portugal, zal echter waarschijnlijk zijn schulden moeten herstructureren. Niettemin hoeft dit de financiële markten niet op hun kop te zetten. Veel politici zitten nog steeds in de ontkenningfase, maar beleggers houden hier al langer rekening mee. Maar omdat een Griekse herstructurering op een ordelijke manier kan gebeuren, hoeft die niet de ondergang te zijn van de euro of te veel andere negatieve gevolgen te impliceren. Uiteraard zal het proces van herstructureren wel pijnlijk zijn, maar de kernlanden van de EU zijn sterk genoeg om de verliezen aan te kunnen. Op de lange termijn zal Europa er structureel sterker door worden.

In de ontwikkelde markten is daarnaast het economisch herstel nog steeds voorspoedig. Fiscale en monetaire verkrapping zijn nodig om bubbels te voorkomen en om het pad te effenen voor duurzaam werkbaar overheidsfinanciën. Wanneer de verkrapping goed wordt uitgevoerd, hoeft de economie niet terug te vallen naar negatieve groei.

HOGE BEDRIJFSWINSTEN

Tegen deze achtergrond zijn we positief over bedrijfsobligaties uit de Europese kernlanden. Deze bieden waarde en de mogelijkheid tot verdere daling van de spread, hetgeen een positief koerseffect geeft. Bedrijfsobligaties liggen op koers om, naar onze verwachting, dit jaar een



extra rendement ten opzichte van staatsobligaties op te leveren van circa 4 procent voor investment-gradeobligaties en 6 procent voor high-yieldobligaties in 2011.

Aan de bedrijvenkant zien wij nog steeds recordhoeveelheden kasgeld op de balans en hoge winstgevendheid bij niet-financiële bedrijven. Bankobligaties kunnen profiteren van het nog steeds voortgaande proces van herkapitaliseren en het terugbrengen van risico op de balans. Bedrijven opereren in het algemeen nog steeds behoudend. Hoewel de netto uitstaande schulden sinds kort licht beginnen op te lopen, is dit nog zeer beperkt.

Daarnaast zien we in de high-yieldmarkt de eerste tekenen van minder strenge voorwaarden in de prospectussen van obligaties en een tolerantie bij obligatiebeleggers voor hogere schuldenlasten bij bedrijven. Dit zijn de eerste vroege indi-

catoren dat we een nieuwe fase zijn ingegaan in de kredietcyclus, maar vooralsnog is dit geen thema dat de sterke onderliggende fundamentele trend kan laten ontsporen.

RISICO'S BLIJVEN

We hebben eerder gesproken over de risico's van het vastlopen van de schuldsupercyclus, die werd gekenmerkt door de trend van de almaar stijgende berg schulden in de afgelopen decennia. Toen dat gebeurde, waren de autoriteiten gedwongen om alles op alles te zetten om een volledige ineenstorting van het financiële systeem te voorkomen. We hebben zeer verschillende benaderingen gezien in de Verenigde Staten en Europa. Beide hebben tot nu toe gewerkt.

De fundamentele factoren beoordelen we dus als positief, maar het is niet zo dat we geen risico's zien. Een sneller dan ver-