

# ECONOMIE IS NU VOORAL POLITIEK

De economie vertraagt. Een dubbele dip is niet onze verwachting, maar kan niet worden uitgesloten in de nasleep van een uiteengespatte supercyclus van schuldopbouw.

TEKST: SANDER BUS & VICTOR VERBERK (ROBECO)

**D**e Verenigde Staten en delen van Europa gaan niet door een cyclische recessie, maar een balansgerelateerde recessie. In de nasleep hiervan staan de zaken er anders voor.

In de Verenigde Staten zijn de besparingen te laag en zorgen voor een tekort op de lopende rekening met circa negentig landen, waaronder China. Tegelijkertijd vrezden we dat de toekomstige Amerikaanse consument een zombieconsument zal zijn, zoals de beruchte Japanse 'zombiebedrijven' tijdens het verloren decennium aan het eind van de vorige eeuw. De Amerikaanse consument heeft een dringende behoefte aan betere werkgelegenheid en de bijbehorende inkomensgroei voor een duurzaam economisch herstel.

Over duurzaamheid gesproken: op een gegeven moment moet de Amerikaanse overheid haar verschrikkelijk slechte fiscale positie aanpakken. De Amerikaanse triple-A-rating is op de middellange termijn zeker in gevaar. We willen waarschuwen tegen het elasticsyndroom van veel Amerikaanse economen. De economie zal niet altijd even makkelijk terugveren na een slechtere periode. Het gaat om een meerjarige schuldsanering en de regering is nog niet eens begonnen.

## SPAANSE PROBLEMEN BEHEERSBAAR

In Europa is de situatie op het eerste gezicht een beetje beter door de gezondere, totale financiële positie. Maar het herstel wordt gedragen door Duitsland en Frankrijk, terwijl de periferie lijdt onder de strenge aanpak van de economie. De periferie profiteert op dit moment echter ook van de conjuncturele opleving in

Duitsland en Frankrijk. De export houdt Spanje uit de recessie en de werkgelegenheidssituatie is marginaal verbeterd. Spanje lijkt ook de sociale onrust goed aan te kunnen.

Het heikele punt in Spanje is het bancaire systeem van de spaarbanken of cajas. Een snel en beslissend plan is nodig. Bijna alle scenario's ramen de potentiële verliezen rond de 5 à 10 procent van het bbp. In het licht van het startpunt van de totale Spaanse schuldquote is dit beheersbaar. Beleggers moeten wel worden gerustgesteld met transparantie en openheid. Het is wel van belang dat politici niet contraproductief te werk gaan door onwetendheid of een verborgen agenda (zoals stembusoverwegingen). Met andere woorden, we moeten erop vertrouwen dat de Griekse situatie niet uit de hand loopt als politici te zeer hun oren laten hangen naar de zeer vocale populistische visies in de sponsorlanden Duitsland, Finland en Nederland.

Aan de andere kant, gezien met de spreekwoordelijke helikopterview, lijkt het probleem teruggebracht tot een Grieks/Portugees/Iers probleem. Terwijl niet lang geleden de problemen in de zogenoemde PIIGS-landen enorm waren en een regelrechte bedreiging vormden voor de euro. Politici, toezichhouders en belastingbetalers handelen niet altijd rationeel. Met dit risico moet rekening worden gehouden.

## BEDRIJVEN PAKKEN DE WINST

Een interessant fenomeen is dat bedrijven de winnaars lijken te zijn in deze fase van balansherstel in de economie. De marges zijn historisch hoog. Werknemers hebben

een zwakke positie in loononderhandelingen en door lage investeringen wordt er veel cashflow gegenereerd.

Ten slotte een kanttekening over de banksector. Wij blijven verrast worden door de onrust rond deze sector. Ondanks dat de sector, risicogewogen, al een jaar niet meer slechter presteert dan de industriële sector, blijft het marktsentiment moeilijk. Maar bijvoorbeeld Griekse verliezen in de Franse banksector zouden niets ernstigers betekenen dan een kwestie van winstgevendheid. Banken hebben zich zwaar geherkapitaliseerd en profiteren van lagere voorzieningen voor slechte leningen.

Onze conclusie is dat het fundamentele beeld recentelijk een beetje is verslechterd, maar nog past in ons beeld van balansherstel, gepaard met langzame, maar positieve groei. De neerwaartse risico's van dit scenario lijken iets groter, wellicht meer door politieke dan economische oorzaken.

Investment grade -bedrijfsobligaties zijn naar alle maatstaven goedkoop. High yield profiteert nog steeds van de zeer lage percentages faillissementen. Wij hebben een voorkeur voor Europees boven Amerikaans high yield, omdat wij geloven dat de groeivoorzichten voor de Verenigde Staten kwetsbaarder zijn. Voor beide categorieën zijn we optimistisch en is de markt op het juiste pad om in 2011 een totaalrendement te behalen van naar verwachting 6 procent voor investment grade en 8 procent voor high yield, gebaseerd op een aanname van 2 procent voor staatsobligaties. ■