



de obligatiekoersen worden opgestuwd en obligatierentes dalen.

EASING BEST MOEILIK

De verwachtingen voor Quantitative Easing nr. 3 (QE3) mogen echter niet hooggespannen zijn, gezien de ervaringen met het vorige aankoopprogramma. De rente liep sinds de start van QE2 in november namelijk paradoxaal genoeg op, om pas te dalen in april en mei toen de aankoop van Treasuries bijna voltooid was. Inmiddels staan de tienjaarsrentes op staatsobligaties weer bijna op hetzelfde extreem lage niveau als eind 2008 (en de kortere obligatierentes staan nog lager dan toen). Het renteniveau is overduidelijk het probleem niet meer.

De fiscale en monetaire onmacht betekent dat als het misgaat met de economie, het ook meteen goed misgaat. Oplossingen ontbreken. Wat de Amerikaanse politiek nu moet doen, is alsnog een plan maken dat op de middellange termijn de ongecontroleerde stijging van de overheidsschulden stopt. Daarmee zou één bron van onrust weggenomen worden.

SCHULDENMONSTER WIJKT NIET

Ook in Europa is het schuldenmonster met de huidige maatregelen niet te temmen. Beleggers hadden op z'n zachtst gezegd niet veel vertrouwen in een goede afloop van de afspraak over hulp aan Griekenland en uitbreiding van de bevoegdheden van het noodfonds. De ECB zag zich genoodzaakt in te grijpen via koersondersteunende aankopen van Spaanse en Italiaanse obligaties.

Tegelijk vertraagt de hoopgevende groei in Duitsland en de andere sterke eurolanden. Het is waarschijnlijk dat er enige groei blijft, maar die zal te gering zijn om de schulden

te laten wegsmelten. Beleidsmatig is daar weinig tegen te doen. Geloofwaardige bezuinigingsplannen vormen de enige remedie. Onze vrees is dat de acties van de ECB de urgentie onder politici om maatregelen te nemen, ondermijnen. In dat geval kan het nog een onrustige herfst worden.

STRESSTEST VOOR DAMRAK

Hoe resistent is het bedrijfsleven tegen nieuwe rampspoeden? Dat vroegen mijn collega-bedrijfsanalisten van SNS Securities zich ook af en ze hebben daarom een gezondheidscheck onder de Nederlandse beursgenoteerde bedrijven uitgevoerd. Hoe sterk is hun balans en hoe goed zijn ze bestand tegen een recessie? Dat is uitermate relevant, want de daling van de Nederlandse aan-

delenmarkt in 2008/2009 werd verergerd doordat diverse bedrijven zich voor de crisis diep in de schulden hadden gestoken. Het onderzoek van SNS Securities toont aan dat de financiële positie van het Nederlandse bedrijfsleven een stuk sterker is geworden. Ondanks een lagere winstgevendheid daalde de nettoschuld in 2009 aanzienlijk en bleef in 2010 en 2011 op lage niveaus. Dit is bereikt door het fors terugbrengen van het werkkapitaal en een grote behoedzaamheid ten aanzien van acquisities en het uitkeren van dividenden.

KLEINTJES AANGESTERKT

Omdat de vorige keer kleine en middelgrote bedrijven het meest kwetsbaar bleken, is ook een analyse uitgevoerd waarbij zes beurszwaargewichten (goed voor 80% van de nettoschulden) weggelaten zijn. Dan blijkt dat de nettoschuld met maar liefst 50 procent is gedaald. Zelfs als de winst helemaal terugzakt naar het niveau van 2009, blijkt de schuld in verhouding tot de winst lager te zijn dan ten tijde van de vorige crisis. De conclusie is dan ook dat de financiële risico's die de daling van de beurs verleden keer verergerden, nu substantieel minder groot zijn. Het Nederlandse bedrijfsleven kan wel tegen een stootje. ■

KORTE RENTE	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09	31-12-10	15-08-11	29-08-11	mut. 2 wkn
3 MND EURO	2,49	3,73	4,68	2,89	0,90	1,01	1,54	1,54	0,1%
3 MND GB	4,58	5,28	5,95	2,63	0,65	0,80	0,83	0,90	8,4%
3 MND VS	4,54	5,36	4,70	1,43	0,25	0,30	0,29	0,32	10,6%
3 MND JAP	0,10	0,54	0,86	0,74	0,46	0,34	0,34	0,34	-0,2%
3 MND ZWI	0,91	2,02	2,76	0,20	0,11	0,28	0,21	-0,40	--
3 MND CHINA	2,50	3,26	4,74	1,75	1,91	4,62	5,55	5,64	1,6%
LANGE RENTE									
10 JAAR NL	3,37	3,80	4,41	3,53	3,55	3,14	2,70	2,63	-2,8%
10 JAAR GB	4,10	4,74	4,55	3,09	4,12	3,51	2,48	2,47	-0,4%
10 JAAR VS	4,40	4,71	4,03	2,25	3,84	3,31	2,29	2,27	-0,6%
10 JAAR JAP	1,46	1,66	1,48	1,18	1,25	1,08	1,06	1,03	-2,5%
10 JAAR ZWI	1,89	2,46	2,97	2,06	1,89	1,59	1,18	1,09	-7,3%
VALUTA									
EURO/DOLLAR	1,18	1,32	1,46	1,40	1,43	1,34	1,44	1,45	0,4%
EURO/POND	0,69	0,67	0,73	0,97	0,89	0,86	0,88	0,89	0,6%
EURO/YEN	138,73	157,26	162,95	127,82	132,21	108,19	109,75	111,08	1,2%
EURO/CHF	1,55	1,61	1,65	1,49	1,48	1,25	1,13	1,18	4,3%
DOLLAR/YUAN	8,07	7,81	7,30	6,83	6,83	6,62	6,40	6,39	-0,1%

Bron: Datastream