

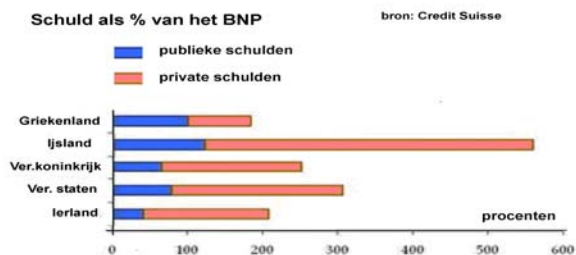
Outlook 2010

Gedurende het jaar 2009 zijn politici en beleidsmakers er in geslaagd met geldcreatie en steungelden een aantal problemen voor zich uit te schuiven. Dat heeft de spectaculaire opleving van de beurzen vanaf maart 2009 zeker geschraagd. De enorme verliezen van 2008 zijn zelfs gedeeltelijk goedge maakt. Naar het zich nu laat aanzien kan de opgaande beweging van de beurzen nog enige tijd doorgaan. Het herstel van de dollar, de minder uitbundig ontwikkelende goudprijs, de belofte van Bernanke de geldkraan open te laten en de hypotheekbanken onbeperkt te blijven steunen, stellen beleggers voorlopig kennelijk gerust.

Een bepalende factor in de recente dollarontwikkeling is de verlaagde kredietstatus van Griekenland en Spanje. De suggestie die uitgang van de aangepaste "rating" en van de commentaren daarop uit Angelsaksische hoek was dat de Euro ernstig aan levensvatbaarheid zou hebben ingeboet. De opmars van de dollar sindsdien spreekt daarover boekdelen.

Zolang de stimuleringsprogramma's zorgen voor geldstromen in de richting van de financiële markten mag verwacht worden dat een optimistische stemming het feestgedruis op de beurzen zal doen aanhouden. Hierop kan voorzichtig met kortlopende posities worden gereageerd. Een goede statistisch-kwantitatieve beleggingsstrategie met een vrij korte tijdschikhorizon en een zorgvuldig beheer van risico's kan in de huidige markt een grote toegevoegde waarde hebben.

Ter relativering van de "Euro-angst" moge worden aangevoerd dat in vergelijking met Griekenland, staten als de VS en het VK veel grover in overtreding zijn. Hun schulden zijn bovendien voor een groter deel in buitenlandse handen. De gevolgen daarvan voor de internationale monetaire orde zijn, om meerdere redenen, ingrijpend.



Griekenland en Ierland zijn kleine landen die resp. 1,9% en 1,2% van het BNP van de Europese Unie produceren. Een faillissement van zo'n land is vervelend maar voor de EU is het geen onoverkomelijk probleem. IJsland komt qua nationaal product zelfs niet verder dan een stad als Utrecht. Anders ligt dat bij het VK en zeker bij de VS. De schulden zijn daar procentueel hoger dan in Griekenland en de begrotingstekorten, in absolute bedragen, zijn zonder precedent. Van de \$ 5300 mld overheidstekorten die er mondiaal met leningen moet worden gefinancierd is er nu \$ 3000 mld nodig voor de (officiële) Amerikaanse tekorten. Inclusief de buiten de begroting gehouden medische en sociale programma's belooft het ongedekte tekort van de VS een veelvoud van de mondiale financieringsruimte. California (12% van het Amerikaanse BNP) is technisch failliet. Bijna alle Amerikaanse staten verwachten in de loop van de komende twee jaar insolvent te worden.

De "fixed income" beleggers beginnen lout te ruiken. Engelse staatsobligaties (Gilts) werden de afgelopen weken met een steeds groter risico-opslag verhandeld. Verwacht wordt dat een crash van de "bond market", als problemen met de (her)financierbaarheid van de schulden manifest worden, een kwestie van tijd zal zijn. Vooral Amerikaans en Brits geld- en schuld papier zal, als de moeilijkheden zich aandienen, in de aanbidding gaan.

Als in de loop van 2010 duidelijk zou worden dat een nieuwe stimuleringsronde nodig is om het "herstel" van de economieën te continueren, dan zullen er pijnlijke keuzes moeten worden gemaakt. Met uitzondering van China hebben de grote landen geen financiële ruimte meer voor extra stimulansen.

Bij de opnamecapaciteit van de Chinese economie moeten vraagtekens worden geplaatst. De grote stimuleringspakketten kunnen nauwelijks door de nog onvoldoende diepe economie worden opgenomen. Zinloze infrastructuur, zoals een nieuwe doch volledig onbewoonde stad (Nieuw Ordos) in Mongolië is daarvan een symptoom. Deze wijze van investeren werpt overigens een bijzonder licht op de gerapporteerde Chinese groeicijfers. Immers de kosten van alle overheidsprojecten, ook de zinloze en mislukte, worden als productie bij het Nationaal product opgeteld.

De afhankelijkheid van export veroorzaakt dat de Chinese economie aangevoelen is op herstel van de afzetmarkten. De geprolongeerde valutadumping, via de koppeling van de Yuan aan de dollar, geeft daarom redenen tot voorzichtigheid. Een recentelijk uitgegeven officiële verklaring over die koppeling kan bovendien leiden tot protectionistische vergelding. Ook Europese producenten ondervinden schade door de Chinese valutadumping.

Landen van de Eurozone, de VS, het VK en Japan zullen in 2010 worden geconfronteerd met een aantal soms simultaan voorkomende ontwikkelingen en dreigingen. Enkele daarvan worden hierna kort beschreven.

Halfdode banken en bedrijven belemmeren het herstel.

Omgevallen financials zoals de FM's, AIG etc hebben nog steeds te maken met zwakke balansen, daaraan is door de hulp niets veranderd. Ze blijven veel geld kosten. In de VS is door de wijze van "helpen" bovendien de balans van de FED aangetast. In Europa speelt dit probleem niet met de ECB, daar is vooral de relatieve grootte van de (gesteunde) banken economisch explosief. Met overheidsgelden in leven gehouden bedrijven (autoindustrie) kosten vaak meer geld dan ze per saldo aan toegevoegde waarde opleveren. Overheidsuitgaven krijgen zo een negatief multiplier effect. Een voortgaande implosie van de nog bestaande productiecapaciteit is zeker in de VS, bij de vigerende ruilvoetverhoudingen, niet uitgesloten.

Misoogsten.

In diverse publicaties (o.a. Eric deCarbonnel, "2010 foodcrisis for dummies") wordt gewag gemaakt van de mislukking op zeer grote schaal, zowel in de VS als elders, van oogsten. Door gebruik te maken van statistische rookgordijnen heeft men dit in de VS buiten de publiciteit weten te houden. In de prijsvorming is daardoor tot op heden geen rekening gehouden met de te kleine voorraden voedsel. Als de voorraden voortijdig zullen zijn uitgeput wordt grote economische en sociale schade verwacht.

Inflatie.

Waar zoals in de VS en het VK de problemen te lijf zijn gegaan met ongebreidelde geldschepping, bestaat het risico van (hyper)inflatie. Zeker als internationaal het vertrouwen in het overheidspapier van deze landen wegvallt kan het snel gaan. In de loop van dit proces zullen de valutamarkten en de in dollars genoteerde markten voor edele metalen grote schommelingen gaan vertonen.

Lastenverzwaringen.

Zodra duidelijk wordt dat de donaties aan de financiële sector niet meer financierbaar zijn zal, zeker in Europa, de burger op de koffie worden genood. Belastingen zullen "ter bescherming van toekomstige generaties" worden verhoogd. Herstel van de groei wordt daardoor niet bevorderd.

Bezuinigingen.

De geschiedenis leert dat overheden zelden snijden in het eigen apparaat maar vooral hakken in de diensten die aan de burger worden geleverd. Lopende programma's waaronder sociale zekerheid, investeringen in infrastructuur en onderwijs worden dan verschaald. Gevolg daarvan is een aantasting van moeizaam gecreëerd sociaal kapitaal en van het ontwikkelingspotentieel van de (kennis)economie.

Faillerende staten.

Lastenverzwaringen leveren extra geld op als de welvaart van burgers (inkomen en kapitaal) niet te snel terugloopt. Hogere belastingen en bezuinigingen kunnen de heffingsbasis aantasten; dat ze tot gezonder staatsfinancien zullen leiden is dus geen wet van Meden en Perzen. Een aantal kleinere economieën bevindt zich al enige tijd op een gevaarlijk hellend vlak.

Een sleutelvaluta die het internationale vertrouwen verliest is een probleem van een andere nog niet voorgekomen orde. In hoeverre het technisch faillissement van de FED, de VS en het VK kan worden verbloemd met (wellicht uit de hand lopende) inflatie is een nog niet afdoende beantwoorde vraag. Er is dan ook geen recente relevante ervaring om op terug te vallen.

De meeste van de hier geschetste ontwikkelingen kunnen, afhankelijk van het optreden van politieke en monetaire autoriteiten, in de loop van 2010 aan momentum te gaan winnen. Tot die tijd is het op de beurzen waarschijnlijk feest, kan de dollar stijgen en de goudprijs dalen.