

## Risico zonder rendement

Steeds talrijker worden de tekenen die wijzen in de richting van een naderend einde aan een al meer dan twintig jaar durende trend van dalende rentes. De rentevergoedingen op staatsleningen zijn nog niet erg hoog. Wel zijn er ontwikkelingen die een hogere rentestand rechtvaardigen.



### Negatieve kredietmultiplier.

Naarmate de schuldenlast die op een economie drukt toeneemt wordt het effect van groeiende schulden schadelijker. Zodra een toename van schuld leidt tot een afname van het BNP spreekt men van een negatieve kredietmultiplier. Een aantal westerse landen en waarschijnlijk ook Japan heeft nu te kampen met dat gevolg van een te hoge schuld. Een negatieve kredietmultiplier maakt schuldafbouw noodzakelijk doch, door er mee gepaard gaande teruglopende belastinginkomsten en stijgende overheidsuitgaven, moeilijk te realiseren.

### Toenemende inflatie.

Ten aanzien van de geldontwaarding is er sprake van een ondoorzichtige situatie. De prijzen van goederen waarvoor geleend moet worden dalen, terwijl de prijzen van zaken die doorgaans contant worden afgerekend de neiging hebben te stijgen. Ook de prijzen van "commodities" gaan omhoog. Een tekort aan geldmiddelen in huishoudingen wordt ten onrechte geïdentificeerd als deflatie. Er is gewoon sprake van verarming van een aanzienlijk deel van de bevolking. Indien de overheden op een dergelijke situatie reageren met een overactieve geldpers dan is een versnelling van de inflatie (van de kosten van levensonderhoud) te verwachten. In de VS en het VK is de kans daarop thans groter dan in het Eurogebied.

### De kredietvraag van overheden.

Het IMF schat dat de komende drie jaar meer dan \$ 5000 mld aan staatsleningen moet worden gefinancierd door overheden. Als daarbij het bedrag (\$ 4500 mld.) van leningen die nodig zijn om de lopende tekorten van overheden van dit jaar te financieren in aanmerking wordt genomen, dan wordt de omvang van de problemen duidelijk. Hogere rentevergoedingen zijn in een dergelijke economische omgeving te verwachten.

### De kwetsbare zuidelijke onderbuik van Europa.

Hoewel de problemen met de door Goldman Sachs mogelijk gemaakte Griekse fraude vervelend zijn, hoeft een steeds moeilijker te vermijden Grieks faillissement, mits ordelijk afgehandeld, niet te leiden tot onoverkomelijke problemen met de Euro. Het land is, ondanks uit de hand gelopen ratios voor schulden en tekorten, klein genoeg om te kunnen worden geholpen door het IMF. Dat geldt, indien nodig, ook voor Spanje en Portugal. De problemen in Zuid-Europa maken vooral duidelijk hoe de kapitaalmarkten gaan reageren als de gepercipieerde risico's van overheids-schulden toenemen.

### Besmettingsgevaar.

Een gevaarlijk element in de Zuid-Europese ontwikkeling is de mogelijke aantasting van de leencapaciteit van gezonder economieën. Als bv Duitsland moet gaan lenen om Griekse spijlucht te financieren dan wordt het leenprobleem verschoven van een ongezonde en onproductieve economie naar een in beginsel gezonde huishouding, die daardoor te maken krijgt met oplopende rentekosten. Landen met nu al hoge staatsschulden (België, Frankrijk en Italië) lopen extra besmettingsgevaar. Zij kunnen als de risico-opslag op staatsleningen toeneemt, versneld in de problemen gaan komen. Als tot de markten doordringt dat de tekorten van een aantal staten inmiddels het niveau van een oorlogseconomie benaderen dan is

een toenemend risicobewustzijn, dus een stijgende vergoeding voor risico, niet onwaarschijnlijk.

### De echte problemen.

Een Media-offensief tegen de perfide Hellenen (en indirect tegen de Euro) leidde de laatste maanden de aandacht af van de werkelijke problemen. Hoewel er in het Eurogebied voldoende aanknopingspunten zijn voor een succesvolle voortzetting van die aanvallen moet toch worden vastgesteld dat de echte risico's op de internationale markten voor staatsobligaties zich manifesteren bij het schuld papier van de overheden van het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten.

### Het Verenigd Koninkrijk

Indien het motto: "Volg Goldman Sachs om toekomstige problemen te localiseren" een kern van waarheid bevat dan is het "va et vient" van GS-bankiers op Downingstreet 10 een onheilspellend teken. Ook de cijfers over de Engelse staatsschuld en begroting, waarvan gezegd wordt dat ze zonder "creatieve ingrepen van behulpzame bankiers" nog rampzaliger zijn dan ze er nu al uitzien, zijn geen reden tot optimisme. Als na de Engelse verkiezingen van begin mei de omvang van de financiële catastrofe duidelijk wordt dan is een motie van wantrouwen van de kapitaalmarkt en dus een Engels faillissement niet uitgesloten. De hoge mate van afhankelijkheid van buitenlandse financiering versterkt de Engelse positie zeker niet. Een lagere "rating" van de Engelse staatsschuld wordt door velen verwacht. Wie Engeland dan nog een "bailout" kan en wil geven is niet op voorhand duidelijk. De omvang van de economie is zodanig dat een hulp-programma voor de Eurolanden niet behapbaar is. De Engelse "splendid isolation" heeft bovendien weinig "goodwill" en gevoel van solidariteit kunnen genereren in de andere Europese EU-lidstaten. Steun zal derhalve, indien daarvoor voldoende middelen zijn, door het IMF moeten worden gegeven. Op de koersen van de Engelse "Gilts" zal de te verwachten gang van zaken minimaal een drukkend effect hebben. De verlangde rentevergoeding beweegt dan vanzelfsprekend in tegengestelde richting.

### De Verenigde Staten van Amerika

Het Amerikaanse aandeel in de mondiale kredietvraag van overheden is voor het lopende jaar 45%. Ook van de Amerikaanse tekorten moet het leeuwendeel door het buitenland worden gefinancierd. De tekorten in sociale programma's en "cure & care" ("officieel" geschat op \$ 46000 mld voor de komende jaren) zijn niet in de financieringsbehoefte van de overheid opgenomen. De officiële cijfers zijn gebaseerd op ramingen die door veel economen als onverantwoord optimistisch worden gekwalificeerd. Zo worden de belastinginkomsten te hoog ingeschat en de overheidsuitgaven te laag. De Amerikaanse schulden zijn, alleen al door de omvang, niet meer normaal af te handelen. De risico's voor beleggers in Amerikaanse tekorten worden onaanvaardbaar als de hieronder genoemde gegevens in aanmerking worden genomen.

- Als de onvermijdelijke discussie over de internationale positie van de dollar als reservevaluta start dan neemt het risico van een substantiële waardedaling van Amerikaanse overheids-schulden snel toe.
- De FED heeft de monetaire basis (M1) in 1,5 jaar doen toenemen van \$ 850 mld. naar \$ 2100 mld. Dit werkt inflatiebevorderend.
- De FED kan, al door een relatief kleine tegenslag, in een staat van insolventie komen te verkeren. De kosten van bailouts en de enorme risico's van overgenomen "financiële innovaties" kunnen bij de gegeven onderkapitalisatie (2,3% dekkingsgraad) dodelijk worden. De Federal Reserve Bank of New York heeft, als houder van een groot aantal riskante assets, zelfs een dekkingsgraad van minder dan 1,5%.
- De kans op een bankroet van een grote Amerikaanse bank ("Too Big To Obey The Law") is nog steeds aanwezig. Er bevinden zich immers nog steeds veel explosieve posten op de balansen van de "grote vijf". Vooral de nog steeds niet gereguleerde markt voor derivaten (geschat op \$ 600000 mld, waarvan ca 85% rentederivaten) blijft gevaarlijk.
- Een "downgrade" van de kredietwaardigheid van de Amerikaanse overheid kan en zal tot zal een cyclus van rentestijgingen en verzwakkingen van de dollar leiden. Er zijn tekenen dat grote afnemers van Amerikaanse overheidspapier (China, Japan) hierop al voorschotten nemen.

Het grote risico dat beleggers lopen met schuld papier van overheden die de grenzen van prudent financieringsbeleid hebben overschreden zien ze in sommige gevallen nog steeds gecompenseerd met een (na afrek van inflatie) laag of zelfs negatief rendement. Als die risico- rendementen verhouding naar normale proporties wordt teruggebracht dan zal dat het einde inluden van een decennia durende rentedaling.