

Verzekerde schulden en het schuldprobleem.

Dat Europese politici zich nog steeds onledig houden met een economisch zwarte pietenspel in plaats van werk te maken van "het schuldenprobleem" van de Eurozone is, als naar de achterliggende cijfers wordt gekeken niet eens verwonderlijk. De som van de private en publieke schulden binnen de Eurozone is lager dan die in het VK, de VS en zeker ook Japan alwaar de overheidsschulden zelfs bedreigend hoog zijn. De publieke schulden van Spanje (65% van het BNP) blijven ondanks Angelsaksische ongerustheid terzake, keurig binnen de marges van de beheersbaarheid. De Italiaanse positieve begrotingssaldi zijn zelfs voorbeeldig. Gemeten naar Amerikaanse maatstaven zou Italië (uiteraard slechts als die maatstaven ook op niet-Amerikanen van toepassing zouden zijn) gemakkelijk kwalificeren voor een triple A status. Griekenland heeft, ook als de begrotingsdoelstellingen alweer niet worden gehaald, zeker geen tekorten die vergelijkbaar zijn met die van de VS of Japan. Portugal is qua schuld en begrotingssaldo nog steeds een uitstekende middenmoter.

De "oplossing" voor het Europese schuldenprobleem is met enig aplomb gepresenteerd door Timothy Geithner (bien étonné....?). Hij drong er bij de Europese regeringsleiders op aan het Amerikaanse voorbeeld te volgen dus op grote schaal monetair te financieren en de schuldenlanden extra ruimte en tijd te geven. De diepe zakken van de ECB en het nog steeds groeiende EFSF kunnen een Grieks faillissement inderdaad uitstellen en zelfs afstellen. Voor de Angelsaksische pers die blijft hameren op de niet houdbare Europese schulden geldt dus dat ze "right is for the wrong reasons". De schulden zijn (nog) niet onoverkomelijk maar dat er iets anders met de Euro aan de hand lijkt te zijn valt niet te ontkennen.

Het werkelijke probleem van de Europese monetaire Unie is de Euro zelf, daarop is hier eerder gewezen. Al voor de introductie van de gemeenschappelijke munt zijn ruilverhoudingen overeengekomen die een aantal landen (bv Nederland en Duitsland) te weinig Euro's teruggaven voor de eigen valuta's terwijl andere landen veel te veel Euro's voor hun overgewaardeerde geld kregen. Omdat daarna de onderlinge ruilverhoudingen binnen Europa werden bevroren door de invoering van de gemeenschappelijke munt, de Euro, werd Europa opgescheept met permanente interne onevenwichtigheden op het gebied van mededinging. Zolang daaraan niets wordt gedaan zal een aantal Europese landen steeds groter handelstekorten hebben terwijl anderen zich rijk mogen rekenen met groeiende overschotten. Dit heeft gevolgen (gehad) voor nationale begrotingen en voor banken die publieke schuld als garantievermogen op de balans hebben staan.

Garantstellingen, (steeds grotere) buffers, budgetafspraken, machtsoverdracht naar Brussel en andere politieke en/of monetaire vondsten zullen de financiële reserves van de overschotlanden in een zwart gat doen verdwijnen. Het werkelijke probleem, het geïnstitutionaliseerde verschil in concurrentiekracht op de gemeenschappelijke markt, wordt in het huidige politieke krachtenveld op zijn best verdoezeld, maar zeker niet opgelost. Er is op politiek niveau niet eens voldoende aandacht voor het probleem.

Ondertussen worden burgers in een situatie van afnemende of zelfs negatieve economische groei gedwongen tot bezuinigen. Het politieke draagvlak daarvoor dreigt, om allerlei redenen, te verdwijnen; het is waarschijnlijk geen toeval dat nu steeds vaker officiële spookverhalen naar buiten komen over de te verwachten deplorabele situatie na een eventuele teloorgang van de Euro.

Wat in de politieke afwegingen nauwelijks naar voren komt zijn de bedenkelijke gevolgen van de noodzakelijk genoemde bezuinigingen in de Europese overschotlanden. In plaats van de consumptie en de invoer daar te stimuleren wordt nu onder moralistisch vlagvertoon demonstratief de tering naar de nering gezet. Dat effect komt bovenop de bezuinigingen die de tekortlanden al zijn opgelegd. Het is niet uitgesloten dat de Europese Monetaire Unie de Euro zal behouden maar zichzelf juist daarom tot een lange periode van negatieve economische groei zal veroordelen. Het is niet zeker dat dit beter is dan een faillissement (van Griekenland) in een uitzichtloze situatie. Scenario's van sociale en politieke onrust, geschetst door een Zwitserse bank (UBS), kunnen onmogelijk als een aanlokkelijk perspectief worden gezien.

Het echte schuldenprobleem zit, zoals ook in 2008 al het geval was, nog steeds bij banken. Met name in de sfeer van derivaten kan van de ene dag op de andere een crisis ontstaan die velen zowel qua omvang als qua heftigheid zal verrassen.

De omvang van de derivatenbubble wordt thans geschat op een bedrag tussen \$ 600.000 mld en \$ 1.500.000 mld. Ter vergelijking: de omvang van het "wereld BNP" is vastgesteld op een totaalbedrag van ca \$ 60.000 mld.

Het overgrote deel van deze derivaten is, ook na het Lehman debacle, niet officieel geregistreerd omdat ze nog steeds "over the counter" (OTC) mogen worden verhandeld. Toezicht is dan ook niet mogelijk. Vijf grote Amerikaanse financiële instellingen zijn de belangrijkste (>90%) producenten van derivaten. De derivatenmassa bestaat naar schatting minimaal voor ca 30% uit Credit Default Swaps. Een Credit Default Swap is een verzekering tegen wanbetaling op een financieel product, meestal een obligatie. Het risico op wanbetaling wordt dus overgenomen door de producent van de CDS. Een CDS op een slechte lening levert meer op dan één op een triple A lening. Indien de cijfers juist zijn dan is er tussen \$ 200.000 mld en \$ 500.000 mld, dus tussen ruim driemaal en acht maal het BNP van de gehele wereldeconomie, aan CD Swaps uitgezet. Dat is een veelvoud van alle op de wereld in omloop zijnde schulden. Als een verzekering wordt genomen op een schuld zonder dat de verzekerde de achterliggende schuldvordering heeft dan ontstaat er (bij de verzekerde) een belang bij het failliet gaan (in gebreke blijven) van de schuldenaar. Houders van CD Swaps, meestal financiële instellingen, kunnen dus door het aankopen van een "naakte CDS" een belang krijgen bij een faillissement van een land. Men kan, gezien de gang van zaken op financiële markten de afgelopen maanden, vragen stellen bij de rol die sommige financiële instellingen spelen op de markten voor publieke schulden. De relatie tussen "slecht nieuws" of een afwaardering van de kredietwaardigheid van een land en de handelswaarde van CD Swaps op de schulden van het door die actie getroffen land is evident. Er valt, gezien de bedragen in omloop, veel te verdienen aan waardeschommelingen van CDSwaps.

De vraag rijst bovendien en vooral of een instelling die verzekeringen ter waarde van een veelvoud van de onderliggende schuld heeft verkocht in staat zal zijn aan zijn verplichtingen te voldoen als het er van komt dat een schuldenaar werkelijk failliet gaat. Zo niet dan is er een werkelijk onoplosbaar schuldprobleem. Lehman Brothers (niet geholpen door de overheid) en AIG (een groot CDS-producent die wel moest worden geholpen) zijn nog niet vergeten.

Het is niet uitgesloten dat de werkelijke schuldenproblematiek van Europa sterk door CDS manipulaties bepaald is. De suggestie van de Amerikaanse minister van Financiën, in Europa vooral monetair de teugels flink te laten vieren, komt dan in ieder geval in een ander daglicht te staan.