

Trends

De angst voor de Griekse tragedie

Door Daan Killemaes 07-01-2010

Pag. 26

Onrust over oplopende overheidsschulden kan rente omhoogjagen

Beleggers zijn bang van schuldpapier ondertekend door de Griekse overheid. Als deze onrust overslaat en als straks ook de handtekeningen van rijke industrielanden aan geloofwaardigheid inboeten, kan dat het herstel grondig verzieken. Een stijgende rente wordt dan het virus dat de westerse economie te bed houdt.

De twijfel slaat al toe Niet zo uitzonderlijk, wel pijnlijk

Een goede gezondheid en géén stijging van de langetermijnrente. Meer kunnen de westerse leiders elkaar niet toewensen voor het nieuwe jaar. Een stijgende rente zou immers catastrofaal zijn voor het prille economische herstel, en oplopende rentelasten zouden de al noodlijdende begrotingen nog meer kopje-onder duwen. "Een stijgende rente is het ergste van alle nachtmerriescenario's", zegt een beleidsmaker.

De rente kan stijgen als reactie op de hoge schuldenlast. De rijke industrielanden zijn op weg naar een gemiddelde schuldenlast van 100 procent van het bbp, en die stijgt bovendien snel door begrotingstekorten van 5 tot 10 procent. De cijfers doen duizelen en zijn ongezien in vreedstijd. Bovendien rolt in heel wat landen opnieuw een rentesnieuwbal, waarbij oplopende rentelasten vanzelf de schuldgraad aandikken.

Als er diepe twijfels zouden rijzen over de capaciteit van westerse landen om hun schulden af te lossen, dan eisen beleggers een hogere risicopremie vooraleer ze hun kapitaal nog aan deze landen toevertrouwen. Daardoor stijgt dan de langetermijnrente in die landen. Centrale banken kunnen naar hartenlust spelen met de rentevoeten op korte termijn, maar het zijn de markten die baas zijn over de rentevoeten op lange termijn. Het is een kwestie van vraag en aanbod. Wie blijft al het nieuwe schuldpapier dat op de markt komt - om nog te zwijgen van de duizenden miljarden die geherfinancierd moeten worden - opsloppen tegen relatief lage rentevergoedingen?

Het ruikt naar stank voor dank, een privésector die zich vragen stelt over de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, nadat die overheden de portefeuille opentrokken om de banksector te redden en om een Grote Depressie 2.0 te vermijden. "De schuldopbouw was onvermijdelijk", zegt professor Paul De Grauwe (KULeuven). "De economie is nog niet voldoende hersteld om nu al de voet van het gaspedaal te halen. We zijn veroordeeld tot een Griekse tragedie." De Europese leiders hebben afgesproken om pas vanaf 2011 de begrotingstekorten terug te dringen. Best mogelijk dat ook de banksector nog hier en daar enkele injecties staatskapitaal nodig heeft.

De kapitaalmarkten plaatsen al vraagtekens bij de schuldenlast van heel wat landen. Griekenland is de wacht aangezegd. De oplopende rente dwingt de Grieken om hun augiasstal op te ruimen. Maar de gieren cirkelen niet alleen boven Athene. Ierland en

Spanje worden met argusogen gevolgd, net als het Verenigd Koninkrijk en zelfs de VS. Om zich te verzekeren tegen wanbetaling van deze landen moeten beleggers al fors hogere premies betalen. Ook opvallend: de voorbije weken steeg de langetermijnrente in de VS van 3,2 procent naar 3,8 procent. "Dat is een gigantische beweging in zo'n korte tijdspanne. Aan de grondslag liggen oplopende inflatieverwachtingen, maar ook de risicopremie op Amerikaanse staatsobligaties steeg van 20 naar 40 basispunten", zegt Koen De Leus, marktstrateeg van KBC Securities.

De geest is dus al half uit de fles. Beleggers lichten land per land grondig door om te achterhalen waar hun geld echt veilig zit. De cruciale vraag bij die analyse is niet alleen hoe hoog de schulden zijn, maar ook en vooral: wat is de terugbetalingscapaciteit van de overheden? Dan komen variabelen als de groeivoorzichten van de economie en de belastingdruk in het spel (hoe hoger de druk, hoe minder ruimte er voor de overheid is om de burgers leeg te schudden), omdat zij de toekomstige inkomstenstroom van de overheden richting geven. De markten worden ook zenuwachtiger omdat de crisis hoogstwaarschijnlijk de potentiële groei heeft aangetast, en omdat de vergrijzing de staatsfinanciën steeds meer pijn doet.

Beleggers houden sinds de crisis, toen gebeurde wat niet kon gebeuren, rekening met onwaarschijnlijkheden - zoals het faillissement (lees betalingsproblemen op de staatsschuld) van rijke landen. "Enkele jaren geleden klonk het dat banken niet failliet kunnen gaan. Nu luidt het dat landen niet failliet kunnen gaan. Maar de bezorgdheid zal zich uitbreiden. Het geld dat overheden in de economie pompen wordt niet gerecupereerd via hogere belastingontvangsten omdat de werkloosheid zo hoog is. Het is vijf voor twaalf. De realiteit is dat een aantal westerse landen straks hun schulden niet meer de baas zullen zijn", zegt Bruno Verstraete, strateeg van Nautilus Capital.

Intussen laden de kredietagentschappen hun geschut met ratingverlagingen, waardoor beleggers in een pavlovreactie hogere risicopremies vragen. Het is bijzonder irritant voor de beleidsmakers, maar de kredietagentschappen blijven heel machtig, ondanks alles. Paul De Grauwe: "De onrust over de overheidsfinanciën wordt uitgelokt door de kredietagentschappen. Ze waren er te laat bij in Dubai, en om hun gezicht te redden zijn ze gaan rondneuzen en bij Griekenland uitgekomen. En de markten overreageren daarop. Dat doen ze altijd." Heel wat waarnemers vragen zich af of de kredietagentschappen de grote landen durven aan te pakken. Of wordt er handjeklap gedaan, waarbij bijvoorbeeld de VS de oude zonden van de kredietbureaus vergeven in ruil voor een tolerante benadering van de Amerikaanse schuldpositie.

Een aftakelende kredietwaardigheid kan ook een 'technische' opstoot van de rente uitlokken. Banken kopen nu massaal overheidsobligaties, ook omdat de Europese centrale bank die obligaties aanvaardt als onderpand voor noodkredieten. Als de ECB die afgewaardeerde obligaties niet meer wil aanvaarden, dan is het mogelijk dat de banken die obligaties weer op de markt gooien, wat de rente omhoog kan jagen.

De markten blaffen wel, maar bijten nog niet. De rente op lange termijn is in de meeste industrielanden nog laag en weinig wispelturig, tenzij de recente opstoot van de Amerikaanse rente, toch vaak een voorloper, zich zou doorzetten en snel navolging

krijgt. "Maar tot nu toe zijn er dankzij de rush naar zekerheid veel kopers - verzekeraars, pen-sioenfondsen, China - voor al die staatsobligaties", zegt Johnny Debuyscher, obligatiebeheerder van Petercam. "De rente zal pas stijgen als de markt zeker is van een economisch herstel. Die zekerheid is er nog niet. Wij zijn daarom nog koper van overheidsobligaties op koerszwakte. Een rente van 4 procent op Belgische overheidsobligaties is interessant. En het verleden heeft het al meermaals aangetoond: een hoge schuldenlast hoeft niet tot catastrofes te leiden."

De stijging van de schuldgraad in crisistijden is vanuit historisch perspectief niet eens zo uitzonderlijk te noemen. Het is al eerder gebeurd en het zal nog gebeuren. In de jaren twintig, na de Eerste Wereldoorlog, hadden heel wat Europese landen al een schuldgraad boven de 100 procent van het bbp. Het Verenigd Koninkrijk kwam zelfs met een schuld van 300 procent uit de Tweede Wereldoorlog, om tegen 1990 aan 33 procent te zitten. Nieuw is deze keer wel dat de schuldenlast in vreedstijd de kaap van 100 procent passeert. Dat komt omdat overheden de voorbije decennia de neiging hadden uit te delen en permanente tekorten aan te houden. Het uitgangspunt voor de crisis was daarom al niet bijzonder comfortabel. Veel landen hadden de schuldafbouw van de jaren tachtig nog niet uitgegomd. Bovendien doemen aan de horizon de vergrijzingskosten op, waardoor heel wat landen met hoge impliciete schulden kampen (de beloofde uitgaven zijn veel hoger dan de toekomstige inkomsten).

"Zijn de huidige schulden betaalbaar? Ja, de geschiedenis leert dat, al moeten die tekorten natuurlijk afgebouwd worden. Maar het is vooral een kwestie van psychologie en kuddegeest. Als iedereen zegt dat het onhoudbaar is, dan is het ook onhoudbaar. Het omgekeerde is ook waar. Japan stevent af op een overheidsschuld van 200 procent, maar niemand stelt zich daar vragen bij. En dus is er geen ongerustheid", beweert Paul De Grauwe. Het is dus ook een kwestie van gewenning. "Had je me tien jaar geleden gezegd dat Japan naar een schuldgraad van 200 procent zou gaan, had ik dat onmogelijk geacht. Maar het is vandaag zo en de markt panikeert niet", zegt Johnny Debuyscher.

En stel dat de rente zou oplopen als reactie op panikerende geldschieters (een stijgende rente als reactie op doorzettend herstel zou wel beter nieuws zijn), dan is dat mogelijk maar een tijdelijk fenomeen. Een hogere rente is dodelijk voor het economische herstel, en een haperende economie zou een nieuwe deflatoire spiraal op gang trekken, die ook de rente weer omlaag zou zuigen. Maar in dat scenario heeft het herstelbeleid van centrale banken en overheden gefaald, en zijn we weer bij af, met dit verschil dat de munitie van de beleidsmakers op is. De overheden kunnen hun zakken geen tweede keer leegmaken, en de centrale banken kunnen niet oneindig obligaties opkopen. Als dat wel het geval zou zijn, dan zou Zimbabwe nu het rijkste land ter wereld zijn. Dat is het niet.

Voor het Internationaal Muntfonds (IMF) heeft het terugdringen van de tekorten daarom de hoogste prioriteit, kwestie van dit zwartgallige scenario zo weinig mogelijk kansen te geven. Gemakkelijker gezegd dan gedaan. Want de Europese Commissie waarschuwt dat een herstel van de economie niet voldoende zal zijn om voor 2020 de stijging van de schuldgraad een halt toe te roepen. Er moet dus flink gesaneerd worden. België bijvoorbeeld moet tot 2030 een primair overschot (overschot voor rentelasten) van 5 procent aanhouden om de schuldgraad opnieuw onder de 60 procent te krijgen. Dat betekent dus dat de burgers nog twee decennia minder waar

van de overheid zullen krijgen dan ze voor hun belastinggeld mogen verwachten. Dat is politiek moeilijk te verkopen aan een bevolking die daarmee al enkele decennia geconfronteerd wordt. Maar de overheden hebben geen keuze. Zetten zij geen orde op zaken, dan doen de kapitaalmarkten dat.