

COLUMN

IVAN VAN DE CLOOT

Dubbele moraal

Het verhaal over Griekenland en Duitsland is om van te smullen, het lijkt wel een Hollywood-film. Beleggers kunnen zich identificeren met de goeden en schimpen op die verderfelijke Club Medlanden. Moraliteit telt, gezien haar belang voor de efficiëntie van elk systeem. Maar het juiste evenwicht bewaren bij de beoordeling van economische ontwikkelingen is geen sinecure. Zowel politici als financiële markten laten zich periodiek opzweepen door soms al te simplistische weergaven. De voorbije weken leken we beland in een moraliserende vertelling waar bij iedereen zijn instincten eens goed kon botvieren. Wie nuances aanbrengt, wordt dan automatisch gebrandmerkt als dom en immoreel.

Het is toch ongelooflijk dat iedereen vergeten is dat Duitsland enkele jaren geleden zelf de regels van het stabiliteitsprogramma overtrad en niet beboet werd omdat de regels werden versoepeld. Dat wakt de indruk dat met twee maten en twee gewichten wordt gewerkt. De kleintjes moeten boeten, de groten mogen de regels omhuigen. Het was trouwens een publiek geheim dat Griekenland - maar ook andere landen dichterbij huis - bij zijn toetreding tot de muntunie erg creatief was omgesprongen met de cijfertjes. Bovendien kan niemand er omheen dat de Duitse handelsoverschotten ook gedeeltelijk tot stand kwamen door een feitelijke interne devaluatie.

De regering verhoogde de btw, waardoor ingevoerde producten duurder werden, en ze compenseerde dat door sociale bijdragen te verlagen, waardoor haar eigen producten beter weg komen.

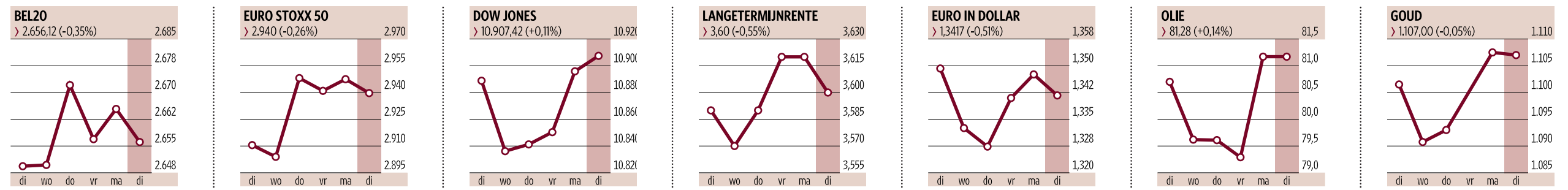
Een deel van het probleem vandaag toont dat de eurozone geen optimale muntzone is: de rente werd na 2001 te laag gezet om Duitsland - als grootste economie - van een depressie te redden. Daarvoor oververhitte de economie in de perifere landen en werden hun belastinginkomsten eigenlijk een zeepbel. Nu die gebarsten is en de rode inkt wordt bovengedaald, moeten die landen enorm diep ingrijpen. Bekijken we het even zo: Duitsland is zelf een muntunie, maar heeft ook belangrijke automatische solidariteitsmechanismen tussen de Länder (Finanzausgleich). Muntunies zonder zo'n aanpassingsmechanisme zijn allemaal weg uiteengevallen.

De Europese politici zijn zo onbezonnen geweest om een heel diverse groep te laten toetreden tot de euro, en in tijden van crisis komt automatisch de paybacktime voor die onbezonnenheid. Uiteraard moet Griekenland zelf ingrijpen, maar als het dat doet, verdient het onze steun. Uiteindelijk waren we de voorbije week getuige van een triestig nationalistisch spektakel, waarbij premiers stoere verklaringen aflegden die hun bevolking geen euro bijdragen.

Het is inderdaad belangrijk geen precedent te scheppen door Griekenland te goedkoop weg te laten komen. Moral hazard is een belangrijk concept, maar alle economen weten dat er steeds een evenwicht gevonden moet worden. Vergelijk de budgettaire ontsporing van Griekenland met iemand die rookt in bed. Als zijn huis afbrandt, sturen we dan geen brandweer? Of zou dat disproportioneel hardvochtig zijn en dom wegen het besmettingsgevaar?

Veel beleggers stellen zich echter vragen over de groeiemarkten. De kwalitatieve benadering baseert zich op de kenmerken van

DE TIJD | WOENSDAG 31 MAART 2010



Eurozone heeft een kans laten liggen

Wat houdt Griekenland eigenlijk over van de Europese top afgelopen donderdag? Enkel de zeer enge belofte van bilaterale leningen, en die financiering treedt slechts in werking bij acute nood en na goedkeuring van alle leden van de eurozone. Met dat feitelijke veto van Duitsland laat de eurozone een kans op meer solidariteit liggen.

Begin deze week heeft Griekenland met veel moeite nog eens een obligatielening kunnen plaatsen: opbrengst 5 miljard euro tegen 5,9 procent interest. Dit resultaat is ontoegankelijk, afgewogen tegen de betere verwachtingen die waren gewekt voor de Eurotop van donderdag 25 maart. Waarom toch zo'n schraal resultaat?

Europa is en blijft een groots en gedurfd project. En die durf werd in de voorbije vier weken danig op de proef gesteld. De uitkomst is onontwikkeld: het Berlijn van bondskanselier Angela Merkel ligt verder van Brussel dan het Bonn van Helmut Kohl. Geografisch wisten we dat al. Politiek moeten we er nog aan wennen. Duitsland, ooit hand in hand met Frankrijk, is een van de grote architecten van de Europese constructie, maar lijkt nu overmand door nationale bekommernissen.

In de vorige weken keek de rest van Europa meewarig naar het partijtje armworstelen tussen de twee kerndeuren. De meeste waarnemers en media hebben Duitsland uitgeroepen tot winnaar op punten. Euroceptici van allerlei slag gniffelen over een knock-out van euros. Maar laten we de beslissingen van 25 maart even zakelijk bekijken, los van de 'Illusionsmalerei' zoals die vaak gekleurd wordt bij grote politieke verklaringen. Een typisch voorbeeld van Illusionsmalerei zijn de historische gebouwen in Zuid-Duitsland en Oostenrijk. Op vlakke muren worden pilaren,bogen en portalen geschilderd om een indruk te geven van diepgang en volume.

VIERSPAN
Vier instellingen worden in het gareel gebracht om hulp te geven aan Griekenland: het Internationaal Monetair Fonds (IMF), de eurozone, de Europese Centrale Bank (ECB) en de op te richten 'economische governance'.

De inbreng van het IMF wordt gezien als een overwinning van Duitsland. Maar dat hoeft niet per se zo te zijn. Veel economen hebben er steeds voor gepleit het IMF zijn normale werk te laten doen. Een kwestie van gezond verstand dus, en dat is toch universeel verdeeld, of niet? Het IMF heeft het meest ervaring met dit soort toestanden en is trouwens opgericht om precies in te grijpen bij dergelijke problemen.

In het verleden heeft het trekpaar IMF vaak financiële crisissen kunnen rekruteren in de Verenigde Staten en Azië. Een instrument ontbreekt echter in de gereedschapskist van het IMF: de devaluatie, vaak een 'paardemiddel' om een economie weer op de sporen te krijgen. Maar voor de Griekse schuld blijven de andere instrumenten beschikbaar, samen met de nodige expertise, ervaring en geloofwaardigheid.

Het IMF kan worden beschouwd als een verzekeringsmaatschappij voor de nationale staten. Elk land betaalt een premie onder de vorm van een geldinbreng. Uit die grote pot worden dan leningen toegestaan aan landen in nood, overigens tegen zeer aantrekkelijke interestvoeten. Waarom

zou Griekenland geen gebruik maken van dit voordelige verzekeringsmechanisme, waar het al jarenlang lid van is?

Ook het bezwaar dat het IMF extra zware inspanningen zou opleggen, blijft niet overtuigend. Nu al heeft Europa al thans budgettaire en spaaringsregime opgelegd.

DILEMMA
Ook Hongarije, Litouwen en Roemenië hebben bij het IMF aangeklopt. In tegenstelling tot die landen behoort Griekenland wel tot de eurozone. Daarom is een Europees trekpaar zowel noodzakelijk als wenselijk. De krijtlijnen werden al uitgetekend op de bijeenkomst van de ministers van Financiën van de eurozone: 'Vastberaden en geördineerde actie indien nodig om de stabiliteit in de eurozone te garanderen.'

Hier heeft de houding van Duitsland wel nadelig gewogen op de beslissingen van vorige donderdag. Het fundamentele dilemma is dat Duitsland enkel wil ingrijpen bij een acute financieringsnood, terwijl Griekenland vooral een renteverlichting nodig heeft. Geld kan men altijd wel vinden, maar niet tot elke prijs - lees: tegen exorbitant hoge interestvoeten.

De kloof tussen de Griekse en de Duitse rente is opgelopen tot meer dan 300 basispunten, tegenover 125 basispunten een jaar geleden. Speculanten zagen Griekenland als aangeschoten wild.

Vandaar de oproep van Athene voor een krachtige boodschap van de Europese leiders om de speculanten terug te fluiten.

Griekenland heeft een renteverlichting broodnodig om het tekort met 4 procentpunten te kunnen terugdringen in de loop van dit jaar. Veel saneringsmaatregelen moeten op het terrein nog waargemaakt worden, en dat valt wel eens tegen. Vandaar de noodzaak van een lagere rentefactu als buffer om het afgesproken traject te kunnen aanhouden. Immers, de Griekse geloofwaardigheid met betrekking tot budgettaire statistieken staat bevestigend laag.

VETO
Maar even pijnlijk is de afwezigheid van een krachtig signaal vanuit de eurozone. Duitsland is niet geïnteresseerd in een renteverlichting voor Griekenland, dat zijn benepen budgettaire toestand aan zichzelf te wijten heeft. Er rest nog enkel een zeer enge belofte van bilaterale leningen die slechts geactiveerd wordt voor financiering bij acute nood, en na goedkeuring door de hele eurozone. Dat komt de facto neer op een veto van Duitsland. De eurozone heeft hier de kans op een iets grotere solidariteit laten liggen.

De woordkeuze in het persbericht van de Euro-

ropese top is bijzonder streng. Acute noodfinanciering kan, maar "...niet tegen de gemiddelde rentevoeten van de eurozone, ... non-concessional, ... mag geen enkel subsidie-element bevatten". Voor een rentevoetdaling in Griekenland is dit aankondigingseffect ei zo na contraproductief.

Een derde trekpaar is de ECB. Voorzitter Jean-Claude Trichet heeft verklaard dat het loket van de ECB niet dichtgaat, zelfs niet als er een ratingverlaging komt voor Griekenland. Het gaat om een technische ingreep waarvan het belang niet onderschat mag worden. Grieks overheidspapier dat nu al in omloop is en nog zal worden uitgegeven, kan verder gebruikt worden als onderpand bij de ECB. Een soelaas voor alle financiële instellingen.

INCONSISTENT
Het vierde trekpaar draagt de naam 'economische governance', maar dat moet nog verder ontwikkeld worden. Er is wat ironie gemeoid met de terminologie. In het onderzoek van Frankrijk en Duitsland heeft Frankrijk blijkaar de pen vastgehouden bij het uitschrijven van de basistekst, die dan nog vertaald moest worden in het Engels. Vandaar in eerste instantie de term 'economic government', die onmiddellijk werd gekraakt door Engeland en Polen, nota bene beide geen leden van de eurozone.

Recentelijk is de interne inconsistentie van de euro breed gecommuniceerd. Een gemeenschappelijke munt vereist een gemeenschappelijke monetaire én budgettaire politiek. De begroting van de Europese Unie bedraagt slechts 1,1 procent van het bruto binnenlands product van de EU. Het Stabiliteits- en groeipact is onmachtig geblesken om het budgettaire beleid van de nationale overheden te stroomlijnen.

Tegen eind dit jaar moet de procedure voor buitensporige tekorten herijkt worden. Allicht wordt ook gedacht aan andere knijpende maatregelen zoals (tijdelijke) uitsluiting uit de beslissingsorganen of inhoudingen van structurele fondsen voor de lakse leden. Alleszins werk aan de winkel voor Europees president Herman Van Rompuy en EU-Commissievoorzitter José Manuel Barroso, die deze opdracht op hun bord krijgen.

GRIEKSE DEUGD
Duitsland mag dan al weinig empathie tonen voor een renteverlichting in Griekenland, één zaak ligt de Duitsers wel na aan het hart, de euro. Vandaar de toezegging van bilaterale hulp (met een afgesproken verdeelsleutel) in geval van een acute financieringsnood.

Die 'geste' lijkt me vooral ingegeven door de vrees voor een verdere besmetting naar grotere landen als Spanje en Italië. De ratingverlaging voor Portugal, net de dag voordien, kan het compromis een handje geholpen hebben. Speculanten die ervan dromen ook de andere Club Medlanden op de radar te nemen, zullen zich allicht wat meer gediend voelen. Want ze staan voortaan tegenover een conglomeraat van vier instellingen, waarbij het IMF naast 'diep pocket' ook de machinerie in huis heeft.

Aan het einde van de dag dan toch wat phronesis, een van de deugden volgens de Griekse wijsgeer Aristoteles? Phronesis kan het best omschreven worden als 'werkbare wijsheid'. Eén waarheid blijft overeind: een vierspan is sterker dan elk paard afzonderlijk. Op voorwaarde dat de meners (Duitsland en Frankrijk) de teugels in dezelfde richting sturen.



De kleintjes moeten boeten, de groten mogen de regels omhuigen.

Crisis leidt tot fusies pensioenfondsen

Drie keer meer sector- en bedrijfspensioenfondsen in vereffening dan voorgaande jaren

ILSE DE WITTE

Vorig jaar deden bijna drie keer zo veel Belgische bedrijfs- en sectorpensioenfondsen de boeken toe als in 2008 of in 2007. 17 fondsen werden 'in vereffening' gesteld. 'Bij een groot deel van die sluitingen gaat het om de samensmelting van twee of meerdere fondsen van dezelfde groep om de kosten te drukken', verklaart Hen Lanny, de woordvoerder van de financieel-

toezichthouder CBFA. Ondernemingen die over meerdere pensioenfondsen beschikken, gebruiken ook soms de overschotten van het ene fonds om de put bij een ander fonds te dempen. 'De financiële crisis versnelde de consolidatie in de sector', stelt Lanny.

'Dergelijke acties zaten wellicht al lang voor de crisis in de pijplijn, maar de crisis heeft het proces versneld', voegt Philip Neyt toe, de voorzitter van de Belgische Vereniging van Pensioenfondsen (BVPI) en tevens directeur-generaal van

het Belgacom Pensioenfondsen. 'De crisis heeft er ook toe geleid dat fondsen, zonder daarom te fusioneren, meer zijn gaan samenwerken. Dat is een stap in de goede richting', vervolgt Neyt.

AFSCHRIKKEN

'Er kwamen ook nieuwe pensioenfondsen bij', weet Neyt. 'De drinkwaterproducent Vivaqua bijvoorbeeld stapte over van een groepsverzekering naar een pensioenfonds'. De omgekeerde stap kwam echter vaker voor. Heel wat

ondernemingen lieten zich afschrikken door de slechte rendementen van de pensioenfondsen in 2008 en vooral door de tekorten die de beurscrash veroorzaakte bij de pensioenfondsen.

Eind 2008 stelde de CBFA tekorten vast bij 115 Belgische bedrijfs- en sectorpensioenfondsen. Die tekorten zijn een jaar later nagenoeg allemaal

Nagenoeg alle tekorten op de korte termijn werden gewegwerkt.

gewegwerkt. In de meeste gevallen kwam de werkgever over de brug met een extra bijdrage om de put te vullen.

De fondsen met een tekort moesten voor eind februari verslag uitbrengen over het verloop van hun herstelplan bij de CBFA. 90 procent van de pensioenfondsen deed dat ook stipt. 'Slechts enkele fondsen lie-

ten na om tijdig verslag uit te brengen', vervolgt Lanny. De gemiddelde dekkingsgraad, dat is de verhouding van de activa tot de betalingsverplichtingen op de korte termijn, van de pensioenfondsen met tekorten die tijdig verslag uitbrachten, steeg in een jaar van 110 tot 124 procent. De slechte leerlingen die hun tekorten nog niet (volgende) aanpakten, volgt de CBFA van heel nabij op.

Om de verplichtingen op de lange termijn volledig in te dekken, krijgen de pensioenfondsen nog de

tijd tot eind 2011. Toch slaagde driekwart van de pensioenfondsen met langetermijntekorten er al in die tekorten weg te werken. 'Dat is beter dan verwacht', stelt CBFA. 'Het professionalisme van de pensioenfondsen gaat erop vooruit, hoewel er veel kleine instellingen zijn waarvoor de administratieve lasten vaak zwaar wegen.'

De activa van de betrokken pensioenfondsen dekken nu gemiddeld 102 procent van de langetermijnverplichtingen, tegenover 89 procent eind 2008.

Hefboomfonds John Paulson barst uit zijn voegen

Het hefboomfonds van John Paulson, de man die slapend rijk werd door te gokken op een crash van de Amerikaanse vastgoedmarkt in 2007, is het jaar begonnen met 32 miljard dollar (24 miljard euro) onder beheer. Enkel de hefboomfondsen van de Amerikaanse bank JPMorgan Chase en de vermogensbeheerder Bridgewater beheren meer.

's Werelds grootste hefboomfondsen naderen hun pre-crisis-piek. In tegenstelling tot heel wat rivalen zet Paulson geen rem op de instroom van vers kapitaal. Critici vragen zich af of het fonds niet het slachtoffer dreigt te worden van zijn succes.

Omdat het vermogen in beheer

groeit, wordt het voor Paulson moeilijker activaklassen te vinden waarin hij kan investeren zonder de markt te verstoren. Het vlaggenschipfonds van Paulson (09 miljard dollar onder beheer) presteerde dit jaar en vorige jaar minder sterk dan gelijkwaardige fondsen. De beheerder zoekt vooral buitenkansen in rommelkredieten, fallissementsen en fusies.

SOROS

In het verleden werden heel wat hefboomfondsen groter dan goed voor hen was. Het bekendste voorbeeld is George Soros, die in 1992 met succes tegen het Britse pond speuleerde. Zijn hefboomfonds rondde in 1998 de kaap van 20



John Paulson. © BLOOMBERG

miljard dollar, maar verloor de daaropvolgende jaren veel geld. Daarop bestelde Soros dat hij niet langer geld van andere investeerders wilde beheren.

BLOOMBERG

Op 1 april laten zeven banken basisrente op spaarboekje zakken

Fortunio verlaagt vanaf 1 april de basisrente op het spaarboekje van 2,2 tot 2 procent. De internetbank was de laatste bank die nog meer dan 2 procent bood. ING-dochter Record Bank moet Fortunio volgen met een renteverlaging voor de Gold-spaarrekening van 2 tot 1,9 procent. Zij mag immers niet het hoogste tarief op de markt bieden. Die voorwaarde legde Europa op bij de staatssteun voor ING. Ook bij Banca Monte Paschi (van 1,9% tot 1,8%) en Centea VIP (van 1,8% tot 1,65%) zakt de spaarrente vanaf morgen. Eerder kondigden Rabobank.be, Deutsche Bank en Ethias Bank al een renteknip aan.

Heropening oude Griekse obligatie kent weinig succes

Griekenland haalde gisteren 370 miljoen euro op met de heropening van een oude obligatie op twintig jaar met een vaste coupon van 5,9 procent. Het bedrag is minder dan de helft van het miljard of meer waarop het land hoopte. De heropening vond plaats een dag na de uitgifte van nieuwe Griekse obligaties op zeven jaar met dezelfde coupon. Die nieuwe obligaties gingen wel vlot de deur uit, maar zakten gisteren op hun eerste handelsdag meteen in waarde. Met het nieuwe staatspapier haalde Griekenland 5 miljard euro op. De lange rente in Griekenland steeg gisteren met 16 basispunten tot 6,343 procent.

IJsland slikt ratingverlaging van Standard & Poor's

IJsland slikt een ratingverlaging van het kredietratingagentschap Standard & Poor's (S&P). De rating voor schulden in lokale munt zakt met één trapje van BBB+ tot BB+. 'IJsland overweegt een verlaging van de kapitaalcontroles, die buitenlandse investeringen belemmeren', geeft S&P als reden. Het agentschap bevestigd wel de rating voor schulden in buitenlandse munten, maar houdt de vooruitzichten op 'negatief'. Er dreigt een verlaging wanneer geen akkoord wordt bereikt over de vergoeding van gedupeerde spaarders van de bankroete bank Icesava. IJsland keurde in een referendum begin maart een akkoord daarvoor af met het VK en Nederland.

'Groeimarkten geen zeepbel'

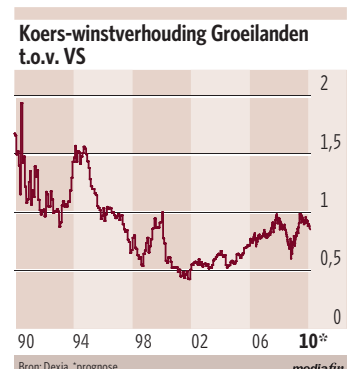
Dexia vindt zowel aandelen als obligaties van groeilanden koopwaardig

WOUTER VERVENNE

Gezinnen mogen een groter deel van hun portefeuille beleggen in aandelen en obligaties van groeilanden, zegt Dexia Asset Management. De vermogensbeheerder beklemtoont dat er geen sprake is van een zeepbel op de groeiemarkten.

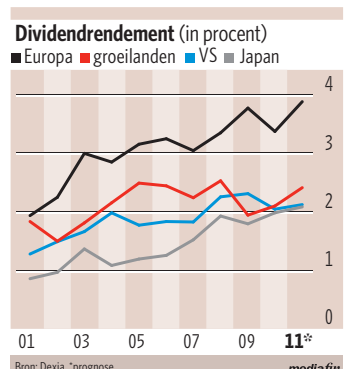
'In normale omstandigheden raden wij aan 10 procent van een goed gespreide aandelenportefeuille te beleggen in groeiemarkten. Dat mag nu is tot zelfs 20 procent zijn', zegt Koen Maes van Dexia AM. 'Normaal beleggen we niet in obligaties van groeiemarkten. Maar nu mag dat voor 3 tot 5 procent van de obligatieportefeuille, want de overheidschuld van de groeilanden is veel lager dan de schuld van de rijke landen.'

Veel beleggers stellen zich echter vragen over de groeiemarkten. De kwalitatieve benadering baseert zich op de kenmerken van



vorige zeepbellen. De vier knipperlichten zijn drie economische of politieke verschuivingen, een soepel monetair beleid, wijdeverbreide euforie en zelfgeloegzaamheid van beleggers. De kwantitatieve benadering kijkt naar klassieke ratios zoals de Koers-winstverhouding en het dividendrendement.

'Twee van de vier kwalitatieve indicatoren wijzen op een moge-



Zuidoost-Azië en Latijns-Amerika zijn interessanter dan Oost-Europa.

KOEN MAES, Dexia Asset Management

lijke zeepbel in de groeilanden', zegt Maes. Hij verwijst naar de snelle economische groei van opkomende landen als China en het soepele monetair beleid. Maar de twee andere indicatoren zijn volgens Maes geruststel-

lend. 'Er bestaat geen euforie. Veel beleggers zijn voorzichtig. Er bestaat evenmin zelfgeloegzaamheid. Veel beleggers twijfelen aan de duurzaamheid van de hoge groei in China.'

BESTE PAPIEREN

Het resultaat van de kwantitatieve analyse is duidelijk. Geen enkele maatstaf wijst op een zeepbel. De Koers-boekwaarde is niet te hoog en ook de Koers-winstverhouding is lager dan die in de VS.

'Er is geen sprake van een zeepbel op de groeiemarkten', besluit Maes. Dexia verwacht dat de groeiemarkten beter zullen presteren dan de ontwikkelde markten. 'Daarom raden we nog steeds een overgewicht aan voor aandelen en obligaties uit groeiemarkten.'

Maes vindt 'Zuidoost-Azië en Latijns-Amerika' interessanter dan Oost-Europa. 'We kijken vooral naar middelgrote bedrijven die sterke banden hebben met de lokale economie.' Boudewijns 'vult aan: 'Azië heeft de beste papieren. Aziaten hebben de goede mentaliteit. Ze willen vooruit en hebben een langetermijnperspectief. Kijk niet alleen naar China, maar ook naar India en Indonesië.'

COLOFON DE TIJD

ADRES: Mediahuis, Herestraat 49, 3000 Brussel
Tel.: +32 (0) 22 42 02 01
Fax: +32 (0) 22 42 02 02
Web: www.mediahuis.be

ABONNEMENTEN & DISTRIBUTIE: Mediahuis, Herestraat 49, 3000 Brussel
Tel.: +32 (0) 22 42 02 01
Fax: +32 (0) 22 42 02 02
Web: www.mediahuis.be

REDACTIE: Mediahuis, Herestraat 49, 3000 Brussel
Tel.: +32 (0) 22 42 02 01
Fax: +32 (0) 22 42 02 02
Web: www.mediahuis.be

REDACTIE: Mediahuis, Herestraat 49, 3000 Brussel
Tel.: +32 (0) 22 42 02 01
Fax: +32 (0) 22 42 02 02
Web: www.mediahuis.be

REDACTIE: Mediahuis, Herestraat 49, 3000 Brussel
Tel.: +32 (0) 22 42 02 01
Fax: +32 (0) 22 42 02 02
Web: www.mediahuis.be

All rights reserved.

Gebruik en reproductie enkel mits toelating van de uitgever via Mediargus NV, Barastraat 175, 1070 Brussels, TEL: (+32) 2 7400970 FAX: (+32) 2 7400971