



de positieve kant staan de fiscale maatregelen van de regering-Obama die hun beslag beginnen te krijgen. Al met al is het scenario van een stabiliserende consument nog steeds mogelijk, maar dit routeplan voor economisch herstel in de Verenigde Staten voert langs een smal pad.

PAPIEREN KOERSSTEUN

Los van de economie kwam er ook steun voor de beurskoersen uit andere hoek. De regels die bepalen hoe banken in de Verenigde Staten hun effecten moeten waarderen zijn namelijk veranderd. De banken hebben er in het verleden erg voor geijverd om die te waarderen tegen de marktprijs. Dat heeft ze in de bull market forse boekwinsten opgeleverd. In de huidige bear market werkt het echter omgekeerd en hebben de banken enorme afboekingen moeten doen.

Om de regels te veranderen nu het tegengestelde is natuurlijk niet consistent. Het probleem is echter dat er voor veel waardepapieren – bijvoorbeeld door hypotheken gedekte effecten – helemaal geen markt meer is. Banken zijn dan veelal gedwongen de effecten te waarderen tegen een prijs die ze bij gedwongen verkoop zouden krijgen. Er ontstaat dan een vertekend beeld van de waarde. Dat is de reden waarom onder de nieuwe regels in de Verenigde Staten afgevoerd mag worden van marktwaardering en de prijs op basis van eigen modellen bepaald mag worden. Europa zal de Verenigde Staten hierin mogelijk volgen.

Voor de korte termijn is de nieuwe Amerikaanse regelgeving gunstig. Die kan al op de cijfers over het eerste kwartaal toegepast worden en de winsten van financiële instellingen gunstig beïnvloeden. Minder fraai is dat nu in feite een voorschot wordt

genomen op hogere waarderingen in de toekomst. Bovendien worden resultaten van banken moeilijker met elkaar vergelijkbaar. Maar ja, het is crisis en dan gebeuren er wel meer dingen die geen schoonheidsprijs verdienen.

ANGST VOOR OBLIGATIEKRACH

De markten voor staatsobligaties onderscheiden zich door een betrekkelijke kalmte. Als gevolg van de vrije val van de economie en de scherp dalende inflatie zakte de lange rente in de laatste maanden van 2008 als een baksteen, maar tot nu toe dit jaar bleven ze hangen ondanks een verdere conjunctuurverslechtering. Het effectieve rendement op de toonaangevende Duitse tienjaarsleningen fluctueerde bijvoorbeeld steeds tussen de 3 en 3,25 procent. Het kan zijn dat veel economische ellende al was ingeprijsd, maar dat spoort dan weer niet met

de aandelenkoersen die in de periode tot 9 maart juist op grond van de economische onzekerheid verder onderuitgingen.

Kennelijk is er iets anders aan de hand. De zogenaamde 'supply'-factor lijkt z'n schaduw vooruit te werpen. Bij velen leeft de angst dat vanwege sterk oplopende begrotingstekorten (ook) Europese overheden de markten met nieuwe obligaties zullen overspoelen, waardoor de koersen van die obligaties (die omgekeerd aan de rentes bewegen) volledig onderuit zullen gaan. Dit laatste is echter te kort door de bocht.

Tegenover de oplopende schuld van de overheid staat dat de private sector juist bezig is zijn schulden te verminderen en dus een veel minder groot beroep op de kapitaalmarkt hoeft te doen. In de tweede plaats zien we dat de vraag van het bankwezen naar staatsobligaties de laatste maanden fors oploopt. Aankoop van staatspapier is aantrekkelijk voor ze geworden omdat het overal als onderpand geaccepteerd wordt. Bovendien zijn de korte rentes waarmee de beleggingen gefinancierd worden inmiddels bijzonder laag.

In vergelijking met voorgaande jaren hebben banken nu nog erg weinig staatspapier in bezit. Ze zouden nog voor zo'n slordige 600 miljard euro moeten bijkopen om uit te komen op percentages van het balanstotaal die in het verleden gebruikelijker waren. Met een gezamenlijke financieringsbehoefte van de eurolanden richting 1.000 miljard euro scheelt dat toch een slok op een borrel. Dat de rentes wat gaan stijgen is aannemelijk, maar het doemverhaal dat de markt voor staatsobligaties op instorten staat, is dat niet. ■

KORTE RENTE	31/12/05	31/12/06	31/12/07	31/12/08	30/03/09	13/04/09	mut. 2 wkn
3 MND EURO	2,49	3,73	4,68	2,89	1,52	1,44	-5,6%
3 MND GB	4,58	5,28	5,95	2,63	1,70	1,63	-4,4%
3 MND VS	4,54	5,36	4,70	1,43	1,21	1,13	-6,3%
3 MND JAP	0,10	0,54	0,86	0,74	0,66	0,63	-4,2%
3 MND ZWI	0,91	2,02	2,76	0,20	0,11	0,11	0,0%
LANGE RENTE							
10 JAAR NL	3,37	3,80	4,41	3,53	3,61	3,89	7,9%
10 JAAR GB	4,10	4,74	4,55	3,09	2,99	3,29	10,0%
10 JAAR VS	4,40	4,71	4,03	2,25	2,76	2,85	3,1%
10 JAAR JAP	1,46	1,66	1,48	1,18	1,32	1,44	9,0%
10 JAAR ZWI	1,89	2,46	2,97	2,06	1,97	2,18	10,4%
VALUTA							
EURO/DOLLAR	1,18	1,32	1,46	1,40	1,32	1,34	1,3%
EURO/POND	0,69	0,67	0,73	0,97	0,93	0,90	-3,0%
EURO/YEN	138,73	157,26	162,95	127,82	127,37	132,90	4,3%
EURO/CHF	1,55	1,61	1,65	1,49	1,52	1,53	0,7%

Bron: Datastream