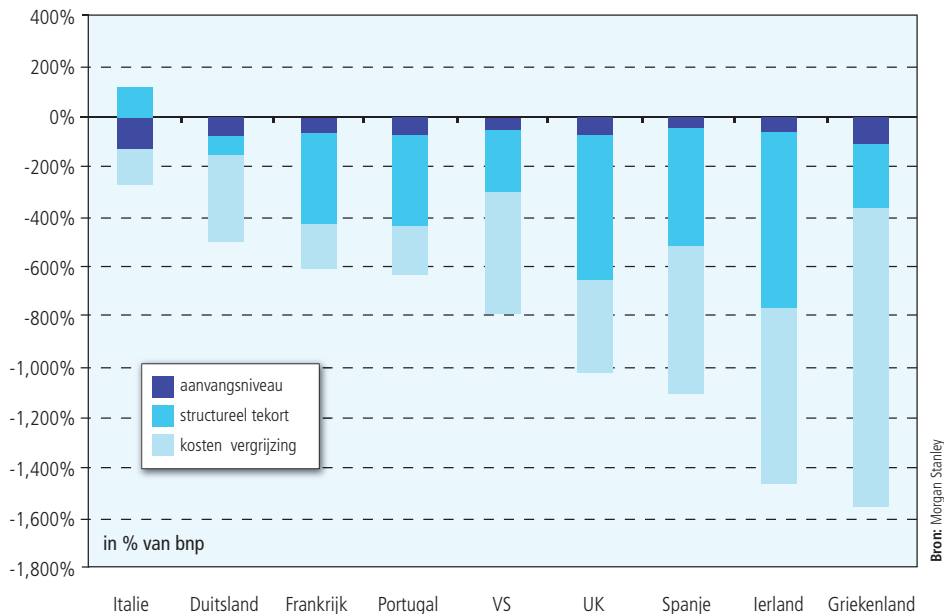


Schattingen eigen vermogen nationale overheden



slechter voor dan het lijkt. Kijkend naar de verhouding staatsschuld/nationaal inkomen valt het allemaal nog wel mee. Maar als we de nationale overheden als een bedrijf benaderen, met een balans met daarop bezittingen en verplichtingen, zijn de bezittingen kleiner dan de verplichtingen en kampen de meeste landen met een negatief eigen vermogen.

In het verleden waren staatsschulden soms aanzienlijk hoger, bijvoorbeeld vlak na de Tweede Wereldoorlog. Die schulden waren echter ontstaan door grote, vooral eenmalige uitgaven. Na de Tweede Wereldoorlog waren er geen tekorten (meer) bij de overheid en kon economische groei ervoor zorgen dat de schuldenberg vanzelf (relatief) kleiner werd. Hoe anders is dat nu. Er zijn structurele tekorten die groter worden als gevolg van de vergrijzing. Landen hebben nu enorme pensioenverplichtingen. Groot-Brittannië bijvoorbeeld, heeft een pensioenverplichting van 770 miljard pond, circa 58 procent van het bruto nationaal inkomen. Die verplichting wordt niet meegeteld in de staatsschuld.

Met een negatief eigen vermogen is een land insolvent, technisch failliet. Griekenland, Ierland en Spanje staan er het slechtst voor, maar ook Groot-Brittannië en de Verenigde Staten hebben een flink negatief eigen vermogen.

Bovendien moeten de staatsschuld

en andere verplichtingen eigenlijk niet worden afgezet tegen het nationaal inkomen, zo beweert analist Arnaud Mares van Morgan Stanley. De relevante factor zijn de inkomsten van de overheid, die voornamelijk bestaan uit belastingen en dus maar een bepaald percentage van het nationaal inkomen bedragen. En belastingen kunnen maar in beperkte mate verhoogd worden zonder de economie, de basis van de overheidsinkomsten, te beschadigen.

De Verenigde Staten hebben dan wel een staatsschuld van 'slechts' 53 procent van het nationaal inkomen, een van de laagste van de ontwikkelde landen, maar de schuld ten opzichte van de overheidsinkomsten is maar liefst 358 procent, een van de hoogste. Het gaat dan om de kasstroom-

dekking van de staatsschuld: de schuld van de Verenigde Staten is drieënhal maal zo groot als de jaarlijkse overheidsinkomsten, dus hebben de Amerikanen minimaal drieënhal jaar nodig om die schuld af te lossen als ze die inkomsten nergens anders aan besteden. Een land als Italië staat er wat dat betreft aanzienlijk beter voor: de staatsschuld is 116 procent van het nationaal inkomen, maar slechts 188 procent van de overheidsinkomsten.

STAATSOBLIGATIES NU ONAANTREKLIJK

Een bedrijf kan failliet gaan en verdwijnen, een land kan in principe ook failliet, maar zal in de praktijk altijd door moeten. Dit betekent dat een nationale overheid die niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen, zal moeten aankloppen bij partijen in de samenleving om het eigen vermogen te versterken. Al in heel wat landen zagen gepensioneerden hun aanspraken, die vaak deels verplichtingen van overheden zijn, afnemen. Bezitters van staatsobligaties zijn tot nog toe aardig buiten schot gebleven. Het is de vraag of dat zo blijft.

De bezitters van staatsobligaties van landen als de Verenigde Staten, Groot-Brittannië of eurolanden hoeven dus niet te vrezen voor faillissement. Maar er zijn andere mogelijkheden om de waarde van de obligaties sterk uit te hollen. Bijvoorbeeld door de rente jarenlang kunstmatig laag te houden, zoals Amerika nu doet. Of door het creëren van enkele jaren met hoge inflatie, zoals Frankrijk deed na zowel de Eerste als de Tweede Wereldoorlog. Overheden in het nauw kunnen rare sprongen maken en dat gaat meestal niet ten gunste van de beleggingsresultaten met obligaties.

Een letterlijk faillissement van een westers land is niet erg waarschijnlijk, dat onderschrijft Morgan Stanley ook. Maar dat risicomijdende beleggers, ook de instituten, op grote schaal hun obligaties van de hand doen als deze niet goudgerand zijn, is niet voor niks. Als beleggingscategorie is de staatsobligatie op dit moment bijzonder onaantrekkelijk. Het extra rendement op de leningen van de probleemlanden weegt niet op tegen het risico dat deze landen over moeten gaan tot het afstempen van de nominale waarde. En de rendementen van de staatsobligaties van landen die niet in acute financiële nood verkeren, zijn zeer laag. ■

KASTROOMDEKKING STAATSSCHULDEN

	SCHULD/ BNP (%)	INKOMSTEN/ BNP (%)	SCHULD/ INKOMSTEN (%)
Frankrijk	77,6	48,0	161,7
Duitsland	73,2	44,3	165,3
Griekenland	115,1	36,9	312,2
Ierland	64,0	34,1	248,4
Italië	115,8	46,6	187,5
Portugal	76,8	41,6	184,8
Spanje	53,2	34,7	153,2
Groot-Brittannië	68,1	40,2	169,2
Verenigde Staten	53,0	14,8	358,1

Bron: Morgan Stanley