



wij deze anderhalve maand geleden nog op bijna 3,5 procent stond.

Het is voor de hand liggend dit toe te schrijven aan een 'flight to safety': Duits staatspapier prefereert men dan sterk boven de schulden van minder veilige landen. De daling van de Duitse rente is echter niet uniek. Ze doet zich ook voor in de Verenigde Staten, Groot-Brittannië en Japan. Het is dan ook niet alleen de Europese onrust die de lagere Duitse rente verklaart. Groeibibbers spelen ook een rol. Belangrijke leidende economische indicatoren toppen uit. Echter, met arbeidsmarkten die zorgen voor banengroei en de daarbij behorende inkomensstijging zit de conjunctuurcyclus ook in de Europese kernlanden (Duitsland, Frankrijk, Oostenrijk, België en Nederland) stevig in het zadel.

Het is niet ondenkbaar dat een exogene crisis, bijvoorbeeld een uit de hand lopende schulden crisis, de groei uit balans krijgt. Voor het overige verwachten we echter dat de groeivrees die de huidige lage rente veroorzaakt, tijdelijk zal zijn. Wij houden voor de komende maanden en kwartalen rekening met hogere rentes en dus lagere obligatiekoersen. Beleggingen in Duits (of Nederlands staatspapier) mogen dan in verhouding heel veilig zijn, ze kunnen wel verliezen opleveren.

#### BANKROET EN ONBEMIND

Het zal niet ontgaan zijn dat het goed uit de hand loopt met de Griekse schulden crisis. Zelfs als Griekenland aan de voorwaarden voldoet en de eerder toegezegde 110 miljard euro aan noodleningen volledig krijgt, komt het land klem te zitten. Er zijn meer geldleningen nodig. De weerzin onder de bevolking van donorlanden groeit zo onge-

veer met de dag. En inderdaad, het Griekse schuldenprobleem oplossen door het land nog meer schulden te laten maken, is na de eerdere ervaringen niet erg aantrekkelijk. Aan de andere kant is het dichtdraaien van de kredietkraan dat evenmin. Griekenland kan dan zijn uitstaande schuld niet aflossen, wat de Europese banken stevig in de problemen gaat brengen. Banken in de eurozone hebben ongeveer 100 miljard euro aan Grieks papier in portefeuille. Aangenomen wordt dat het overgrote deel in de beleggingsportefeuilles zit en niet in de handelssportefeuilles. Het staat gewaardeerd tegen aankoopkoers of á pari. Een lagere hoofdsom dwingt tot afschrijvingen. Dat zou uiteindelijk het hele bankenstelsel kunnen destabiliseren met in het ergste geval een financiële 'meltdown'.

#### LAWINE VAN AFLOSSINGEN

Wat het probleem voor de komende jaren zo groot maakt, zijn niet zozeer de begrotingstekorten die gefinancierd moeten blijven worden (hoewel niet onbelangrijk), maar de aflossing van aflopende schulden. Tot en met 2014 moet er voor ongeveer 150 miljard euro aan leningen worden terugbetaald. Het oorspronkelijke reddingsplan voorzag erin dat Griekenland al volgend jaar weer zelf zou kunnen gaan lenen op de kapitaalmarkt, maar dat plan is inmiddels kansloos.

De enige uitweg is de looptijd van de uitstaande schuld te verlengen. Banken hoeven dan niet of slechts beperkt af te schrijven, zodat de gevolgen voor het financiële stelsel beheersbaar blijven. Daarnaast houden crediteuren hun claim. Het is immers redelijk onverteerbaar dat een euroland weg zou komen met zijn wangedrag in het verleden. Het zou ook een heel fout signaal zijn naar de andere steuntrekkende landen in de zone. ■

KORTE RENTE	31-12-05	31-12-06	31-12-07	31-12-08	31-12-09	31-12-10	09-05-11	23-05-11	mut. 2 wkn
3 MND EURO	2,49	3,73	4,68	2,89	0,90	1,01	1,42	1,43	0,8%
3 MND GB	4,58	5,28	5,95	2,63	0,65	0,80	0,83	0,83	0,0%
3 MND VS	4,54	5,36	4,70	1,43	0,25	0,30	0,27	0,26	-3,4%
3 MND JAP	0,10	0,54	0,86	0,74	0,46	0,34	0,34	0,34	0,0%
3 MND ZWI	0,91	2,02	2,76	0,20	0,11	0,28	0,24	0,24	0,0%
3 MND CHINA	2,50	3,26	4,74	1,75	1,91	4,62	4,50	6,20	37,8%
LANGE RENTE									
10 JAAR NL	3,37	3,80	4,41	3,53	3,55	3,14	3,41	3,33	-2,5%
10 JAAR GB	4,10	4,74	4,55	3,09	4,12	3,51	3,36	3,30	-1,7%
10 JAAR VS	4,40	4,71	4,03	2,25	3,84	3,31	3,14	3,13	-0,4%
10 JAAR JAP	1,46	1,66	1,48	1,18	1,25	1,08	1,15	1,14	-1,2%
10 JAAR ZWI	1,89	2,46	2,97	2,06	1,89	1,59	1,83	1,77	-3,4%
VALUTA									
EURO/DOLLAR	1,18	1,32	1,46	1,40	1,43	1,34	1,44	1,41	-2,2%
EURO/POND	0,69	0,67	0,73	0,97	0,89	0,86	0,88	0,87	-0,6%
EURO/YEN	138,73	157,26	162,95	127,82	132,21	108,19	116,29	114,60	-1,5%
EURO/CHF	1,55	1,61	1,65	1,49	1,48	1,25	1,26	1,24	-1,9%
DOLLAR/YUAN	8,07	7,81	7,30	6,83	6,83	6,62	6,50	6,50	0,0%

Bron: Datastream