

VERTROUWENS-CRISIS OP DE OBLIGATIEMARKT

Van oudsher vormen staatsleningen een veiliger belegging dan bedrijfsobligaties. Maar onder het huidige economische gesternte is zelfs dat niet meer zeker.

TEKST: RICHARD KLIJNSTRA (KEMPEN & CO)

Het woord krediet is afgeleid van het Latijnse 'credere', wat betekent 'te geloven' of 'toe te vertrouwen'. Beleggers vertrouwen erop dat een bedrijf of overheid een lening zal terugbetalen. Op het moment dat het vertrouwen afneemt of zelfs verdwijnt, zijn aan nieuwe leningen hogere rentes en aanvullende zekerheden verbonden. Tot zelfs dat niet meer mogelijk is. Voor een aantal Europese landen is dit de actuele situatie.

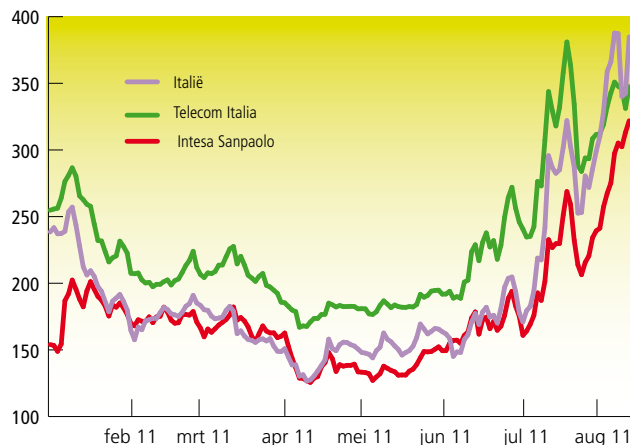
Hoewel het feit dat een land niet aan zijn betalingsverplichtingen kan voldoen bepaald niet nieuw is (we kennen dit fenomeen al sinds de vierde eeuw voor Christus), wordt schuld van westerse overheden vaak als een risicovrije, zeer veilige belegging gezien. Toch worstelden landen als Frankrijk, Spanje en Portugal in de zestiende eeuw al met grote betalingsproblemen. Later zorgden revoluties en oorlogen ervoor dat overheden stopten met de aflossing van hun schulden, zoals Rusland in 1917, Italië, Turkije en Japan aan het begin van de Tweede Wereldoorlog en China in 1949. Meer recente schuldproblemen van overheden hadden veelal te maken met economische oorzaken; in de periode 1998-2001 bleven onder andere Rusland en Argentinië om die reden in gebreke.

UITZONDERLIJKE SITUATIE

De huidige problemen in landen als Griekenland, Portugal en Ierland zijn terug te voeren op de naar verhouding lage rentes die deze landen betaalden na hun toetreding tot de euro. Banken en institutionele beleggers in Europa waren volop be-

reid leningen te verstrekken aan deze landen, die daar gretig gebruik van maakten. Deze schuldenlast is anno 2011 nauwelijks meer te dragen vanwege zwakke economische groei, hoge rentelasten en een tekort

Italiaanse spreads (basispunten)



op het budget en de lopende rekening. Om dat laatste probleem op te lossen, was devaluatie vroeger een mooi en bruikbaar mechanisme, maar in de eurozone heb je daar natuurlijk niets aan. De problemen blijven overigens niet beperkt tot de genoemde landen. Spanje en Italië, maar ook België en Frankrijk, komen meer en meer onder druk in de obligatiemarkt.

In bijgaande grafiek wordt de vijfjaars-spread van kredietderivaten getoond voor Italië, het bankbedrijf Intesa Sanpaolo en Telecom Italia. Een hogere spread betekent dat de markt het risico van betalingsproblemen hoger inschat. Uit de grafiek blijkt dat de spread voor Italië sterk is opgelopen en zelfs wijder is dan van een bedrijf als

Telecom Italia met een BBB-rating. Een dergelijke situatie is zeer uitzonderlijk.

Dat de spread voor Italië een niveau van bijna vierhonderd basispunten (4%) heeft bereikt, roept de vraag op wie buiten Italië de forse Italiaanse overheidsschuld helpt herfinancieren. Zullen de sterkste landen in de EU, Duitsland voorop, akkoord gaan om landen als Italië en Spanje te steunen als dat nodig is?

Het rendement voor tienjarige staatsobligaties van Italië en Spanje is tot boven de 6 procent gestegen. Bij een rendement boven de 7 procent slaagt een land er normaal gesproken niet meer in om met succes de markt op te gaan om staatsleningen uit te geven. Het is dan aan andere EU-landen om garant te staan, zoals dit voorjaar bij Portugal is gebeurd toen de rente op Portugese staatsleningen tot boven de 7 procent was opgelopen.

Bedoeling is dat de steun aan Griekenland, Portugal en Ierland deze landen in staat zal stellen om op een gegeven moment zelfstandig naar de markt te gaan om geld op te halen. Met Griekenland werd de afgelopen maanden al duidelijk dat dit zonder aanvullende steunmaatregelen niet gaat lukken.

Begin augustus heeft de ECB de uitzonderlijke maatregel genomen Italiaanse en Spaanse staatsobligaties te gaan kopen om de markten te stabiliseren en tijd te winnen om de nieuwe bevoegdheden van het reddingsmechanisme EFSF operationeel te maken. Het rendement voor tienjarige staatsobligaties van Italië en Spanje is gedaald naar 5 procent, maar is dit genoeg om de vertrouwenscrisis een halt toe te roepen?