

## Verlies komt in golven

Op sommige dagen waren er immense koersbewegingen. In de tweede week van augustus daalde de AEX met 1,5 procent. Geen uitzonderlijke uitslag. Dinsdag 9 augustus was met afstand de dolste handelsdag. Tussen de hoogste en laagste stand van de AEX zat liefst 8 procent. De rust keerde wat terug toen de Europese Centrale Bank besloot Italiaanse en Spaanse staatsobligaties op te kopen.

Op de beurs wordt informatie razendsnel ingeprijsd, maar rationeel is het lang niet altijd. Na het voorlopige dieptepunt van 266 punten voor de AEX noteren we alweer bijna 10 procent hoger. Op individueel fondsniveau zijn de verschillen nog groter.

Koersen kunnen zo diep dalen omdat beleggers werken met stoplossniveaus. Daalt de koers door een bepaald niveau waarop bepaalde beleggers hun verlies nemen, dan geeft dat een nieuwe verkoopgolf waardoor weer een lager stoplossniveau wordt doorkruist. Dit proces gaat door totdat er bij bepaalde partijen een lichtje gaat branden en zij aan de koopzijde gaan zitten. Een stoploss is immers vaak een arbitrair gekozen koersniveau. Prima als beleggers slecht nieuws inprijzen, maar doemscenario's hoeven niet uit te komen. Wie nu een forse koerswinst kan opstrijken, zal het allemaal weinig kunnen schelen. ■

## Vijftien jaar geen zorgen

Kredietbeoordelaars slaan regelmatig de plank mis op de momenten dat hun oordeel het hardst nodig is, kort voor een faillissement. Bekende missers zijn Enron en Lehman Brothers. Voor de ondergang kregen deze twee bedrijven van Standard & Poor's en Moody's nog het predikaat 'investment grade'. Wat zo iets betekent als: maakt u zich geen zorgen, rente en aflossingen zullen worden betaald. Beide faillissementen wezen anders uit.

Kan het nog slechter? Ja, dat kan. De kredietbureaus hebben niet alleen moeite om een faillissement van een bedrijf te voorspellen. Onderzoek van *The Wall Street Journal* toont aan dat een default van een overheid nog lastiger is. Van de vijftien overheden die sinds 1975 niet meer aan hun verplichtingen voldeden, kregen er twaalf van S&P het oordeel investment grade een jaar voor de default. Concurrent Moody's deed het niet veel beter en scoorde elf uit dertien. Zo misten de bureaus

het failliet van Rusland in 1998 en van Argentinië in 2001.

In dat kader moet de verlaging van de kredietstatus van de Verenigde Staten door S&P wellicht met een korreltje zout worden genomen. S&P waagde het om Amerikaans schuld papier de AAA-rating af te nemen. Het werd een A minder. Ondertussen houdt Fitch wel vast aan de hoogste rating en ziet de vooruitzichten positief in. Concurrent Moody's voerde eveneens geen wijziging door, maar ziet de toekomst minder rooskleurig in en voorzagt zijn beoordeling van een negatief vooruitzicht. Het onderzoek van *The Wall Street Journal* wijst verder uit dat landen met een rating van A tot AAA vijftien jaar later alle betalingen netjes hebben overgemaakt aan hun vermogenverschaffers. De komende jaren zitten de houders van Amerikaans schuld papier waarschijnlijk nog goed. Of de kredietbureaus moeten dit jaar de plank wel heel erg mislaan. ■

## Begroting en grondwet



**Jan Maarten Slagter**  
Directeur VEB

Zowel in de Verenigde Staten als in Europa wordt een grondwettelijk verbod op begrotingstekorten bepleit. Het was onderdeel van een (afgestemd) Republikeins plan om de Amerikaanse staatsschuld tegen te gaan. En afgelopen dinsdag lanceerden de Duitse bondskanselier Merkel en de Franse president Sarkozy het constitutionele verbod als middel om de Europese overheden tot financiële discipline te bewegen.

Het is geen nieuw idee. Sterker nog: Duitsland kent sinds 2009 al een grondwettelijk verbod, net zoals Zwitserland en de meeste Amerikaanse staten. Berlusconi heeft de introductie ervan in de Italiaanse grondwet aangekondigd voor 2013.

Er is ook wel iets te zeggen voor het principe. De grondwet is in feite het prospectus van de staat der Nederlanden: wat mogen zijn ingezetenen verwachten? Dit betreft de inrichting van de overheid en de grondrechten. Een regel die de overheid disciplineert in haar uitgavenpatroon past daar conceptueel goed bij: met begrotingstekorten legt de staat een hypotheek op de toekomstige inkomsten van de belastingbetalers. Zij hebben er recht op dat dit niet lichtvaardig gebeurt.

Maar hoe zou het in de praktijk werken? Als Nederland een grondwettelijk verbod zou invoeren, zou het allereerst nog wel even duren voordat dit zou zijn geïmplementeerd. Het parlement moet in twee samenstellingen, dus voor en na verkiezingen, de wijziging accepteren. Afgezien van een tussentijdse kabinetscrisis (toegegeven, ook weer geen volkomen denkbeeldige zaak) zou dit dus op z'n vroegst in 2014 aan de orde zijn – twee jaar later dan Merkel en Sarkozy voorzien. Goed voorstelbaar is dat het generieke verbod handen en voeten moet krijgen in een uitvoeringswet (dat hebben de Duitsers ook gedaan). In dat geval is het zo 2015 of 2016 (of later).

En wat dan? De eerste begroting na invoering van de wijziging moet minimaal in evenwicht zijn (misschien is er een geleidelijke invoering met steeds lagere tekortmaxima, maar dat doet aan het principe niet af). Als dat de opvolger van minister De Jager niet lukt, krijgt hij op zijn kop van het CPB, de Raad van State en het parlement. Maar de begroting kan ondanks deze kritiek wel degelijk worden aangenomen. In dat geval moeten boze burgers, met de uitvoeringswet in de hand, naar de rechter (rechtstreeks toetsen aan de grondwet kan nog niet, hoewel er een wetsvoorstel aanhangig is dat dit mogelijk maakt). Oké, na een jarenlange procedure verklaart het hoogste rechtscollege de begroting ongrondwettig. Krijgen we dan allemaal een belastingteruggave? Moeten de ambtenaren hun salarissen van tien jaar geleden terugbetalen? Is de toenmalige minister van Financiën persoonlijk aansprakelijk voor het tekort? Vragen, vragen.

En misschien nog wel de belangrijkste vraag: kunnen wij als Nederlandse belastingbetalers de Italiaanse begroting laten toetsen aan de Italiaanse grondwet? En zorgen Merkel en Sarkozy ervoor dat we dat ook in Duitsland en Frankrijk kunnen doen? ■