

## **Column Allard Bruinshoofd: Oude zorgen in het nieuwe jaar**

De Europese beurzen kenden een turbulente start van 2011. Na een degelijke openingsweek tikte de Amsterdamse AEX-index de afgelopen week het niveau van de jaaropening van 3 januari weer aan. Reden was de zorg in de markten over de Portugese overheidsfinanciën en de vraag of Portugal binnenkort niet ook aan de Europese noodhulp zou moeten. De immer vooruitkijkende markten die elk relevant stukje informatie in de prijzen laten doorslaan, hadden in december dus niet voorzien dat na Ierland binnen afzienbare tijd ook Portugal de Europese noodsteun nodig zou hebben. Op de valutamarkt liet de euro een flinke veer. Na de slotstand van 2010 op bijna 1,34 dollar per euro verzwakte de eenheidsmunt in de eerste weken van 2011 tot 1,29 afgelopen maandag. Het thema hier? Zorgen over de grote verschillen in economische prestaties tussen de landen van de eurozone. Ook dit verraste begin 2011 dus die immer vooruitkijkende markten. De markt is een grillig beest, zo heet het dan onder de analisten. 'En dat is het' kan ik daar –geïnspireerd door de beleggingsleer van C. Joh. Kiviet– eigenlijk alleen maar aan toevoegen.

Maar toch ook maar weer eens de cijfers induiken om te zien of we de markt nog wat verder kunnen doorgronden. Wij benadrukken al enige tijd dat lang niet de hele eurozone gebukt gaat onder verregaand uit het lood geslagen overheidsfinanciën. Het gaat om een beperkt aantal relatief kleine landen aan de rand van het eurogebied. Griekenland manipuleerde de schuld- en tekortcijfers en kent een (gerectificeerde) staatsschuld van 150 %-BBP in 2011. Ierland stevent dit jaar af op een begrotingstekort van 10 %-BBP en zeult de loden last van de private bankenschulden met zich mee. Portugal kent een gapend begrotingsgat ondanks de afwezigheid van ernstige directe subprime impact in zijn bankwezen of een uiteenspijgende huizenmarkt- of vastgoedbubbel.

Gezamenlijk maken deze landen slechts 6½% uit van de economie van de eurozone. De eurozone als geheel kent in 2011 naar verwachting een begrotingstekort van 5 %-BBP en noteert dan aan het eind van het jaar een staatsschuld van 82%-BBP. Dat steekt gunstig af ten opzichte van de VS, waar schuld en tekort dit jaar afkoersen op 100 respectievelijk 9%-BBP en het overheidsbeleid wordt gevormd door een cocktail van Republikeinse voorstellen die belastingverhogingen blokkeren en Democratische voorstellen die een stokje voor al te grote bezuinigingen steken.

Hieruit zijn twee extreme scenario's af te leiden. In het eerste uiterste slaagt Europa erin over de landsgrenzen van de individuele lidstaten heen te denken. En kan het als Verenigde Staten van Europa zonder dat markten daar bezorgd om raken soortgelijke schuld- en tekortlasten dragen als de Verenigde Staten van Amerika momenteel doen. In het tweede uiterste gaan de VS bij de markten voor de bijl net zoals de kleinere eurolanden dat doen op basis van hun uitermate zwakke overheidsfinanciën. Waar we uiteindelijk gaan uitkomen? Ergens tussen deze twee uitersten natuurlijk, waarbij de immer vooruitkijkende markten realiseren dat ze de Europese problemen onnodig aan het uitvergrooten waren, terwijl ze verrast worden door hun eigen bezorgdheid over de tot dusver gebagatelliseerde Amerikaanse begrotingsproblemen. Of, zoals ik recent heel spitsvondig verwoord zag: problemen met staatsschulden in Athene, Dublin, Lissabon en Madrid zullen ook het marktbeeld van 2011 blijven bepalen, maar dan zou het maar zo kunnen gaan om Athene, Californië; Dublin, Ohio; Lissabon, Illinois of Madrid, New York.

januari 2011