



Maakt of volgt S&P de markt?

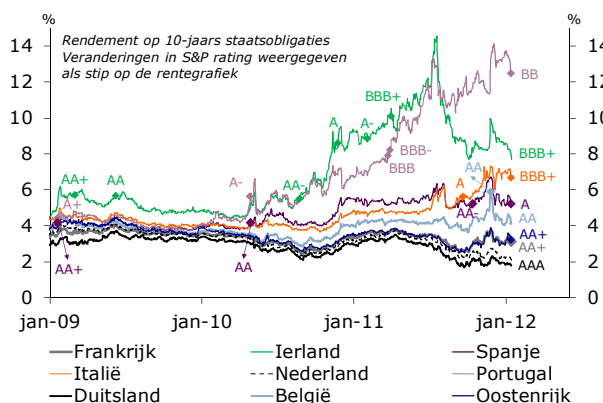
De grote rating-actie van Standard & Poor's zal waarschijnlijk slechts beperkte gevolgen hebben voor de staatsrentes in het eurogebied. Maar het benadrukt wel het grote aantal onzekerheden dat de komende tijd voor onrust op de financiële markten kan zorgen.

Afgelopen vrijdag verlaagde kredietbeoordelaar Standard & Poor's (S&P) het oordeel over de kredietwaardigheid van negen eurozone lidstaten. Deze grootschalige aanpassing van de ratings volgt op de aankondiging van S&P voorafgaand aan de Eurotop van 8 en 9 december dat het bedrijf het oordeel over alle eurozone lidstaten opnieuw zou bekijken. S&P is tot de conclusie gekomen dat de Europese politici niet voldoende voortgang geboekt hebben in het bestrijden van de crisis. Daardoor blijft het risico bestaan op wanbetaling die verder gaat dan alleen de huidige Griekse vrijwillige schuldverlaging door de financiële sector.

Het al dan niet verlagen van het oordeel over de kredietwaardigheid van de verschillende landen in het eurogebied hing af van de **gevoeligheid van de overheidsfinanciën** in ieder land voor de risico's die door het **Europese politieke onvermogen** kunnen ontstaan. De Zuid-Europese lidstaten hebben hier in directe zin last van en zagen hun rating met twee stappen verlaagd. Frankrijk en Oostenrijk zijn indirect gevoelig, via haar bankwezen en de handelsrelaties met Zuid- en Oost-Europa. Van deze landen werd de rating met een stap verlaagd en zij verloren daarmee hun AAA-status bij S&P. Ook Nederland en Duitsland kunnen via de financiële en economische banden met de rest van Europa hinder ondervinden van een verder uit de hand lopende schulden crisis. Maar S&P is van mening dat de economische kracht en de uitgangspositie van de overheidsfinanciën in beide landen voldoende is om daar tegenwicht aan te bieden. Beide landen behielden hun AAA-rating. Duitsland onderscheidt zich daarbij met een stabiel vooruitzicht positief van Nederland.

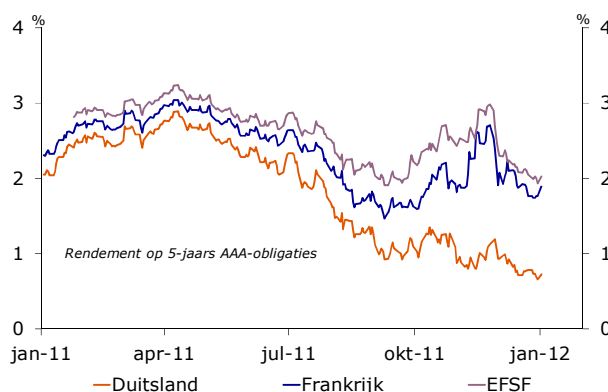
Het meest genoemde gevolg van een lagere rating is een **hogere staatsrente** ten opzichte van meer kredietwaardige overheden. Het is echter de vraag of de grote actie van S&P eigenstandig een nieuwe ronde van oplopende rentestanden zal veroorzaken. De heroverweging van de ratings was op 5 december 2011 al aangekondigd. Maar ook ruim voor die aankondiging was het rendement op Franse en Oostenrijkse staatsobligaties al een stuk boven die van Duitsland en Nederland komen te liggen (figuur 1). Beleggers vonden de AAA van Frankrijk en Oostenrijk dus al lange tijd niet meer zo veel waard als de AAA van Duitsland. Bekijken we het gehele spectrum van S&P ratings voor de eurozone, dan is in ieder geval de volgorde van beoordeling van de kredietwaardigheid in lijn met het oordeel van de financiële markten.

Figuur 1: Staatsrente en S&P ratings



Bron: Reuters EcoWin, Standard & Poor's, Rabobank

Figuur 2: AAA versus AAA



Bron: Bloomberg

Maakt of volgt S&P de markt



Rabobank

Het meest opvallende aan de nieuwe constellatie is het oordeel over **Italië en Ierland**. De rating van Ierland werd niet verlaagd, omdat de flexibele economie en de voortgang van de bezuinigingen voor S&P voldoende compenseren voor de problemen in de Europese politiek. De rating van Italië werd echter wel twee stappen verlaagd, waardoor beide landen nu op BBB+ staan. Maar hoewel het daadkrachtige optreden van de Ierse overheid in de afgelopen maanden ook terug te zien is geweest in een forse daling van de staatsrente blijft deze nog aanzienlijk hoger dan het rendement op Italiaanse staatsobligaties.

Naast de mogelijke gevolgen voor de rente van de individuele landen zal de verlaging van de Franse rating waarschijnlijk ook gevolgen hebben voor de beoordeling van de **kredietwaardigheid van het Europese noodfonds EFSF**. Dit fonds is zo opgezet dat het bedrag dat uitgeleend kan worden volledig gedekt wordt door garanties van landen met een AAA-rating. Mede daardoor heeft ook het EFSF een AAA-rating van S&P. Het is niet waarschijnlijk dat de maximale uitleencapaciteit verlaagd zal worden. Het verhogen van de garanties om op die manier de AAA-status te behouden is evenmin te verwachten. Daardoor zal met het vervallen van de AAA-rating voor Frankrijk ook de AAA-rating van EFSF bij S&P heel waarschijnlijk verloren gaan. Ook hier geldt echter weer dat het maar de vraag is of dit gevolgen heeft. Het rendement op obligaties van EFSF is in het afgelopen jaar samen met Frankrijk ontkoppeld van de Duitse staatsrente (figuur 2). Ook EFSF wordt dus al geruime tijd door beleggers niet meer als even kredietwaardig als Duitsland beschouwd.

Hoewel de gevolgen voor de staatsrentes waarschijnlijk beperkt zullen zijn, geeft de grote rating-actie van S&P nog maar eens aan **dat de Europese schuldencrisis nog zeker niet opgelost is**. Er zijn tal van ontwikkelingen die in het komende jaar voor nieuwe onrust op de financiële markten en oplopende rentes kunnen zorgen. Vorige week werd bekend dat de onderhandelingen tussen de Griekse overheid en de vertegenwoordiging van de financiële sector over het verlagen van de schuldenlast onderbroken zijn. Dit is slechts een van de vele horden die Griekenland nog moet nemen. In Italië heeft Mario Monti als tijdelijke premier de uitdagende taak om hervormingen door te voeren terwijl in de komende maanden een fors bedrag aan aflopende leningen met nieuwe leningen afgelost moet worden. Voor alle landen geldt bovendien dat in een periode van recessie voortgang geboekt moet blijven worden met het terugdringen van het begrotingstekort van de overheid. Een onzeker en onrustig 2012 lag dus al in het vooruitzicht. De S&P actie zal daar niet veel aan veranderen.

Los van de gevolgen voor de staatsrente heeft de actie van S&P wellicht gevolgen voor de **intensiteit van bezuinigingen** in Europa, met negatieve gevolgen voor de economische groei. Het is goed mogelijk dat een aantal overheden het verlagen van hun rating zal aangrijpen om de urgentie van harde maatregelen te illustreren. In Macro Comment 12/08 bekijken we dit voor Frankrijk. In Italië draait het dit jaar vooral om structurele hervormingen. Als de druk van de verlaging van de rating bijdraagt aan het verwezenlijken daarvan, zou dat een duidelijk positieve ontwikkeling zijn. Spanje en Portugal zijn al buitengewoon serieus bezig met het op orde brengen van hun begroting. Daar zal de verdere verlaging van het S&P oordeel over hun kredietwaardigheid niet veel in veranderen. De grootste impact zal wellicht te vinden zijn in de hoek waar je die in eerste instantie het minst zou verwachten: de landen die hun AAA-status behielden. De kans dat Duitsland en Nederland de ruimte zullen gebruiken die zij ten opzichte van andere landen hebben om de economie niet nodeloos verder af te remmen is waarschijnlijk nog kleiner geworden. De regeringen zullen waarschijnlijk juist benadrukken dat de actie van S&P laat zien dat ook in hun landen snel orde op zaken gesteld moet worden.

Maakt of volgt S&P de markt



Rabobank

Rabobank Kennis en Economisch Onderzoek

	Tel.	E-mail:
<u>Chef econoom</u>	030 21	
Wim Boonstra	66617	W.W.Boonstra@rn.rabobank.nl
<u>Internationaal Economisch Onderzoek</u>		
Allard Bruinshoofd*	63272	W.A.Bruinshoofd@rn.rabobank.nl
Macro		
Shahin Kamalodin	31106	S.A.Kamalodin@rn.rabobank.nl
Tim Legierse	62677	T.Legierse@rn.rabobank.nl
Michiel Verduijn	30522	M.P.Verduijn@rn.rabobank.nl
Landenrisico		
Erwin Blaauw	62648	E.R.Blaauw@rn.rabobank.nl
Fabian Briegel	64053	F.Briegel@rn.rabobank.nl
Jeroen van IJzerloo*	62406	J.IJzerloo@rn.rabobank.nl
Herwin Loman	31105	H.Loman@rn.rabobank.nl
Reintje Maasdam	31403	R.Maasdam@rn.rabobank.nl
Ashwin Matabadal	61601	A.R.K.Matabadal@rn.rabobank.nl
Reinier Meijer	31568	R.Meijer@rn.rabobank.nl
Anouk Ruhaak	64860	A.N.Ruhaak@rn.rabobank.nl
<u>Nationaal Economisch Onderzoek</u>		
Hans Stegeman*	31407	H.W.Stegeman@rn.rabobank.nl
Macro		
Ruth van de Belt	60143	R.Belt@rn.rabobank.nl
Maarten van der Molen	64214	M.T.Molen@rn.rabobank.nl
Danijela Piljic	31104	D.Piljic@rn.rabobank.nl
Anke Struijs	31408	A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl
Theo Smid	67599	T.H.Smid@rn.rabobank.nl
Paul de Vries	30172	P.Vries@rn.rabobank.nl
Regionaal		
Rogier Aalders	31393	R.Aalders@rn.rabobank.nl
Cynthia Briesen	31411	C.C.Briesen@rn.rabobank.nl
Frits Oevering	64439	F.J.Oevering@rn.rabobank.nl
Anouk Smeltink-Mensen	66404	A.H.H.M.Smeltink@rn.rabobank.nl
Willem van der Velden*	62478	W.Velden@rn.rabobank.nl
<u>Financiële Sector Onderzoek</u>		
Yvette Jörissen	64931	Y.M.Jorissen@rn.rabobank.nl
Dick Scherjon	31405	D.P.Scherjon@rn.rabobank.nl
August Sjauw-Koen-Fa	31406	A.R.Sjauw@rn.rabobank.nl
Nicole Smolders	79108	N.M.P.Smolders@rn.rabobank.nl
Leontine Treur	67084	L.Treur@rn.rabobank.nl
Bouke de Vries*	61195	Y.B.Vries@rn.rabobank.nl

030 21

*Hoofd