

*Kent u andere beleggers die dit rapport ook interessant zullen vinden?*

*Wijst u hen hier dan gerust even op, of beter nog:  
stuur het rapport gelijk even naar ze door!*

WARRENBUFFETT.NL

# Terug naar de gulden?

Een kritische blik op de Europese eenheidsmunt

## INHOUD

|   |    |
|---|----|
| Terug naar de gulden? .....                 | 3  |
| Tikkende tijdbommen .....                   | 4  |
| Het einde van Amerika nabij? .....          | 7  |
| Wat als Frankrijk failliet gaat? .....      | 10 |
| Fundamentele problemen euro onopgelost..... | 13 |
| Bijna niemand weet dit van de euro.....     | 16 |

## Terug naar de gulden?

22 april 2010

Beste belegger,

Of we op korte termijn zullen terugkeren naar onze oude, vertrouwde gulden durven we niet te voorspellen. Maar wel zetten we zelf de nodige vraagtekens bij de houdbaarheid van de euro op termijn.

Fundamentele economische onevenwichtigheden vormen hiervan de oorzaak. Zo zijn de Noord-Europese landen een stuk competitiever dan de Zuid-Europese landen en geldt tevens dat sprake is van sterk uiteenlopende standaarden in sociale voorzieningen tussen de verschillende Eurolanden. Bovendien is er een schrijnend gebrek aan arbeidsmobiliteit.

De Europese pensioenproblematiek zal deze structurele onevenwichtigheden versneld aan de oppervlakte laten komen. Want – geloof het of niet – op Nederland na hebben de meeste Europese landen vrijwel niets voor pensioenen opzij gelegd. Terwijl de omvangrijke naoorlogse babyboomgeneratie nu juist aan de vooravond van hun pensioen staat...

In de afgelopen jaren hebben we een aantal artikelen aan deze vrij complexe problematiek gewijd. Dit boekje getiteld “*Terug naar de gulden?*” vormt een bundeling van enkele van deze artikelen en heeft vooral als doel u een zo helder mogelijk beeld te verschaffen van hoe de vork nu eigenlijk werkelijk in de steel steekt. Waarom de begrotingen van sommige Europese landen best vergeleken mogen worden met een groot piramidespel en waarom het euro-experiment eigenlijk al bij voorbaat gedoemd was te mislukken (hoewel velen dit nog altijd niet beseffen).

Vindt u na lezing dat dit rapport u nieuwe, interessante inzichten heeft verschaft? Stuur u deze dan gerust door naar bevriende beleggers voor wie deze informatie wellicht eveneens interessant is...

Alvast veel leesplezier toegewenst!



drs. Hendrik Oude Nijhuis

*Founding partner  
Kingfisher Capital*

## TIKKENDE TIJDBOMMEN

Wist u dat alle problemen feitelijk zijn te reduceren tot vier 'typen': 1) kleine, acute problemen en 2) kleine, niet-acute grote problemen, 3) grote, acute problemen en 4) grote, niet-acute problemen.

Met name de grote, niet-acute problemen vormen een vaak ernstig onderschat risico en doordat ze niet acuut zijn wordt er doorgaans maar weinig aandacht aan besteed. Dergelijke problemen blijven als een ondergrondse veenbrand jarenlang voortwoeden, als tikkende tijdbommen die na verloop van tijd 'ineens' tot uitbarsting komen.

De jarenlange onstuimige groei van de derivatenmarkt, waar feitelijk niemand enig zicht op had, is een aardig voorbeeld van zo'n tikkende tijdbom die vorig jaar is afgegaan. En een tijdbom die tevens bijna het hele financiële stelsel liet imploderen (volgens ingewijden zijn we vorig jaar tot viermaal toe op een haar na ontsnapt aan 'een totale ineenstorting van het mondiale financiële systeem').

Buffett waarschuwde jaren terug reeds voor de onstuimige groei van de derivatenmarkt en de gevaren daarvan... Maar weinigen namen hem blijkbaar serieus. Net zoals maar weinigen aandacht hebben voor Buffett's waarschuwende woorden met betrekking tot de pensioentekorten.

Onderstaand besteden we kort aandacht aan de situatie in Amerika en Europa. En wie denkt dat er in Europa geen pensioenproblemen zijn, kent de cijfers niet...

### AMERIKA

Een recente studie naar de pensioenreserves van de bedrijven uit de S&P 500 schetst een treurig beeld: waar eind 2007 nog sprake was van een 'overschot' aan reserves van \$ 63 miljard, is eind 2008 sprake van een tekort van maar liefst \$ 308 miljard.

Waar Amerikaanse wetgeving deze bedrijven er normaal gesproken toe verplicht hun tekorten aan te vullen, is afgelopen december massaal uitstel voor bijstorten gevraagd. Uitstel die overigens ook verleend is. Dit vanwege de recessie die er voor zorgt dat nogal wat bedrijven momenteel met lagere winsten te maken hebben - als daar al sprake van is.

Een van de fundamentele problemen is dat veel bestuurders van grote

bedrijven structureel rekenen met onrealistisch hoge toekomstige beleggingsrendementen. Wij illustreren een en ander met een sterk vereenvoudigd voorbeeld:

Bedrijf XYX heeft pensioenverplichtingen van \$ 100 die over 10 jaar betaald moet worden.

Uitgaande van een totaal beleggingsrendement van 7% per jaar, dient dit bedrijf nu \$ 50,83 opzij te leggen. Immers, met 7% rendement per jaar groeit een bedrag van \$ 50,83 op een termijn van 10 jaar uit tot exact \$ 100.

Echter, wanneer gerekend wordt met 10% beleggingsrendement is het bedrag dat NU apart moet worden gelegd een stuk LAGER. Bij 10% is slechts \$ 38,55 nodig om over tien jaar tot datzelfde eindbedrag van \$ 100 te komen.

En ter volledigheid: zelfs bij de optimistische beleggingsrendementen waarmee gerekend wordt is bij vrijwel alle bedrijven uit de S&P 500 momenteel sprake van een (substantieel) tekort om aan toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen.

Waarom men rekt met dergelijke optimistische aannames? Het antwoord zal u niet verbazen...

Hogere verwachte rendementen betekent zoals u in ons bovenstaande voorbeeld zag dat de actuele pensioenreserveringen lager kunnen zijn. En lagere pensioenreserveringen betekent weer een hogere winst (wanneer van winst sprake is)... en het is vaak deze huidige 'winst' waarvan veel van de bonussen afhankelijk zijn...

## EUROPA

Hoewel de situatie in Amerika met z'n wat jongere beroepsbevolking al op z'n minst zorgelijk is, is de situatie in Europa zo mogelijk nog beroerder. In grote Europese landen als Duitsland, Frankrijk en Italië is amper sprake van pensioenreserves. Wie zowel binnenlandse als buitenlandse kranten leest zal zich de afgelopen maanden vast wel eens verwonderd hebben over de vele paniekerige verhalen over de Nederlandse pensioenfondsen. Maar geen overtoegen woord over de Duitse of Franse pensioenfondsen.

De reden? Duitse of Franse pensioenfondsen zijn er vrijwel niet!

Ter illustratie: de pensioenreserves van een aantal landen op een rijtje

(cijfers per inwoner):

|            |           |
|------------|-----------|
| Duitsland: | \$ 1.634  |
| Frankrijk: | \$ 443    |
| Italië:    | \$ 1.190  |
| Nederland: | \$ 63.312 |
| V.S.:      | \$ 34.013 |

Veel van de grote (en kleine) Europese landen betalen hun pensioenen uit de lopende inkomsten. Bij een grote groep werkenden en een kleine groep gepensioneerden is dit geen enkel probleem. Wanneer echter sprake is van een omgekeerde situatie – en daarvan wordt met een steeds grotere wordende groep ouderen steeds meer sprake – is dit simpelweg onhoudbaar.

Bernard Madoff (de Amerikaan die zijn klanten middels een piramidesysteem voor circa \$ 65 miljard heeft opgelicht) kwam daarachter doordat de inleg van nieuwe investeerders op een gegeven moment de betalingen aan bestaande investeerders niet meer konden dekken. Landen als Duitsland, Frankrijk en Italië opereren met hun pensioensystemen feitelijk op vergelijkbare wijze.

Hoe bovenstaande – op termijn onhoudbare - situatie zich in Europese context precies zal gaan ontfouwen is ons niet geheel duidelijk. Gepensioneerden menen immers recht te hebben op een pensioen, en voor het substantieel opschroeven van de pensioenleeftijd blijkt maar weinig animo. Zelfs het marginaal ophogen van de pensioenleeftijd leidt in Frankrijk al tot massale stakingen. En het substantieel verhogen van belastingen is evenmin een populair politiek standpunt.

Of dient Nederland met haar stevige pensioenreserves landen als Duitsland, Italië en Frankrijk voor zover mogelijk - direct danwel indirect - tegemoet te komen? Democratisch is daar in Europa vast wel een meerderheid voor te vinden...

Interessant is hoe deze pensioenproblematiek zich de komende jaren zal ontwikkelen, nu we aan de vooravond staan van het bereiken van de pensioengerechtigde leeftijd van de naoorlogse babyboomgeneratie. Opmerkelijk genoeg was hier tijdens de recente Europese verkiezingen vrijwel geen enkele aandacht voor. Het al dan niet gratis mogen downloaden van liedjes is blijkbaar toch interessanter...

---

13 juni 2009

## HET EINDE VAN AMERIKA NABIJ?

Zoals u waarschijnlijk wel bekend zijn er nogal wat personen in Nederland - maar evengoed in West-Europa in het algemeen - die met de nodige minachting kijken naar de 'Amerikaanse cowboys' aan de overkant van de oceaan. Sommigen van hen verwachten zelfs een imploderen van de Amerikaanse economie en een verschrompeling van de door hen zo verfoeide Amerikaanse dollar. Is dat reëel en is de situatie in Europa zoveel beter dan?

### ENORM BEGROTINGSTEKORT

Amerika voorziet voor 2009 een enorm begrotingstekort, dat afgezet als percentage van de economie heel waarschijnlijk zelfs in de dubbele cijfers zal belopen. De oorzaak? Onder andere de enorme economische stimuleringsplannen van de regering Obama en staatsteun aan banken, verzekeraars en autofabrikanten.

Net als een gewoon persoon niet structureel meer kan blijven uitgeven dan hij of zij verdient, geldt datzelfde voor een land. Gelukkig voor Amerika geldt wel dat veel van bovengenoemde uitgaven een eenmalig karakter kennen. En uiteraard zal ook het economische herstel – dat vroeg of laat ongetwijfeld komt – een gunstige invloed op de Amerikaanse begroting hebben.

Ook in Europa worden voor 2009, hoewel minder dan in Amerika, begrotingstekorten voorzien. Zo zal in Ierland net als in Amerika het tekort in de dubbele cijfers belopen. En ook in landen als Spanje, Frankrijk, Portugal en Italië zullen de tekorten substantieel zijn.

De totale staatschuld in Amerika is enorm – maar dat geldt tevens voor de Amerikaanse economie zelf. Tot vermaak van velen kunt u in New York de Amerikaanse 'schuldenklok' bekijken, een teller met daarop het bedrag van de totale Amerikaanse staatsschuld.

Maar wat velen dan opmerkelijk genoeg weer niet weten is dat de Amerikaanse schuldquote (de staatsschuld afgezet tegen de omvang van de economie) maar amper verschilt met die van de eurolanden. Nederland zit daar wat onder, België erboven.

## DEMOGRAFIE EN PENSIOENEN

Europa kent van alle werelddelen de laagste vruchtbaarheid en één van de hoogste levensverwachtingen. Dit, in combinatie met de grote groep babyboomers, zal er voor zorgen dat bij ons de vergrijzing het hardst zal toeslaan.

Waar de omvang van de bevolking in Europa de komende decennia juist zal krimpen, neemt het aantal inwoners in de VS door zowel geboortes als immigratie nog altijd toe: in 2006 werd de grens van 300 miljoen inwoners voor het eerst doorbroken, voor 2043 wordt voorzien dat het Amerikaanse bevolkingsaantal de 400 miljoen zal overschrijden.

Naast de gunstigere demografische opbouw en een gemiddeld jongere bevolking hebben de Amerikanen ook qua pensioenopbouw een streepje voor op vele Europeanen. In veel grote Europese landen is amper geld gereserveerd voor pensioenen. Aannemelijk lijkt ons dan ook dat dit in de toekomst een forse druk op de Europese begrotingen zal geven: de belastinginkomsten zullen met minder werkenden immers dalen, de pensioenclaims – waar in sommige Europese landen (denk aan Duitsland, Italië en Frankrijk) vrijwel geen cent voor opzij gelegd is (!) – zullen juist substantieel stijgen.

## FLEXIBELER EN INNOVATIEVER

Maar er zijn meer factoren die in het voordeel van Amerika spreken. De Amerikaanse economie is aanmerkelijk flexibeler en innovatiever: werknemers die aan de ene kant van het land geen werk kunnen vinden zijn in relatief hoge mate bereid zich aan de andere kant van het land te vestigen – wie in Nederland geen werk heeft denkt er in de meeste gevallen niet eens aan om naar vacatures in bijvoorbeeld Polen op zoek te gaan.

Als illustratie van het innovatievermogen: van de tien beste universiteiten ter wereld zijn er acht in Amerika te vinden (de andere twee, Oxford en Cambridge, treft u aan in Engeland). Van alle Nobelprijzen uitgereikt sinds de Tweede Wereldoorlog kwam ruim de helft in Amerikaanse handen terecht – en 50% van de Nobelprijswinnaars van buiten Amerika besloot binnen een jaar ook maar naar Amerika te vertrekken.

Dit bericht is zeker niet bedoeld om aan te geven dat alles in Amerika fantastisch is. Maar wel om duidelijk te maken dat het nu al afschrijven van de Verenigde Staten een veel te voorbarige conclusie is. Hoe graag sommige Europese doemdenkers dat ook zouden willen.



Tenslotte, bent u zich ervan bewust dat heel wat grote Amerikaanse bedrijven mondiaal opereren. Nogal eens halen zij een fors deel van hun omzet buiten Amerika zelf, in een aantal gevallen reeds meer dan de helft. Met beleggingen in dergelijke bedrijven belegt u feitelijk dus niet enkel in Amerika zelf maar wereldwijd.

Maar het omgekeerde geldt eveneens: beleggers die beslist enkel in Nederland willen beleggen maar dan wel aandelen Koninklijke Olie aanschaffen zijn zo bekeken eigenlijk een beetje naïef...

---  
*25 juli 2009*

## WAT ALS FRANKRIJK FAILLIET GAAT?

Wie een paar jaar terug stelde dat heel wat grote zakenbanken wel eens konden omvallen of wie kredietderivaten als 'financiële massavernietigingswapens' omschreef werd voor gek verklaard. En wie zich nu openlijk afvraagt of een faillissement van Frankrijk niet tot de reële mogelijkheden behoort wacht waarschijnlijk eenzelfde lot...

Vandaar ook dat u vrijwel niemand zoiets hoort zeggen. Maar vraagt u zich dan tegelijkertijd eens af welke partij er belang bij zou hebben u hierover te informeren indien men tot een dergelijke conclusie gekomen was? Rekent u er maar niet op dat er veel partijen zijn die daar belang bij hebben. Integendeel.

Het voornaamste probleem - daar hebben we het in onze berichten al wel eens vaker over gehad - vormt in dit geval de toekomstige Franse pensioenproblematiek (de nodige andere Europese landen hebben overigens een soortgelijk probleem).

In het calvinistische Nederland zijn de pensioenen, anders dan u wellicht door regelmatige paniekverhalen zou vermoeden, over het algemeen vrij goed geregeld. We zijn door de decennia (en eeuwen) heen altijd een relatief zuinig en spaarzaam volk geweest en hebben ons altijd goed willen voorbereiden op onze oude dag. Vandaar dat de Nederlandse pensioenpotten nu zo goed gevuld zijn.

### MAAR HOE ANDERS IS DE SITUATIE IN FRANKRIJK...

De pensioenreserves aldaar zijn omgerekend per individu minder dan 1% (!) van die in Nederland. U moet voor Frankrijk denken aan gemiddelde totale pensioenreserve van een paar honderd euro per persoon.

Laten we hier voor het gemak uitgaan van een pensioenreserve van EUR 500,- per persoon. Uitgaande van een jaarrendement van 7% en 3% inflatie, blijft maximaal 4% over voor de uitkering van pensioenen. Op EUR 500,- is dat zo'n EUR 20,- per jaar (!). Cynisch opgemerkt is voor de Fransen dus geld beschikbaar voor een 'appeltje voor de dorst', maar veel meer ook niet...

Waar in Nederland bijvoorbeeld een ambtenarenpensioenfonds bestaat (ABP), is daar in Frankrijk geen sprake van. Vandaar ook dat u over eventuele problemen bij de Franse pensioenfondsen zelfs tijdens het hoogtepunt van de kredietcrisis geen woord hoorde. Frankrijk heeft namelijk helemaal geen

(ambtenaren)pensioenfondsen!

Voor pensioenen is in Frankrijk vrijwel geen cent gereserveerd en pensioenuitkeringen van bijvoorbeeld Franse leerkrachten lopen dan ook volledig via de lopende rekening. Zolang het aantal gepensioneerden klein is en het aantal werkenden groot is is dit nauwelijks een probleem. Niemand merkt er dan nog iets van...

Persoonlijk zou ik echter de stelling aandurven dat de Franse overheidsfinanciën sterke overeenkomsten vertonen met die van een piramidespel. De babyboomers vormen daarbij de bodem van de piramide. Zo'n systeem kan lang goed gaan - zoals we ook bij het Madoff-schandaal gezien hebben - maar uiteindelijk loopt het fout af. Bij Frankrijk wellicht wanneer de babyboomers massaal met pensioen gaan en zij hun riante pensioenen denken te kunnen gaan incasseren.

Franse vakbonden zijn oppermachtig. Zo kunnen Franse spoorwegmedewerkers bijvoorbeeld met 55 jaar met pensioen, maar is dit in praktijk al heel dikwijls op hun 50ste jaar. Een eerder dit jaar door France politici geopperd voorstel deze leeftijd met enkele jaren op te schroeven resulteerde in massale stakingen... Het is politieke zelfmoord voor Franse politici om hun plannen voor dergelijke noodzakelijke hervormingen door te zetten.

Ook een verdere verhoging van de Franse schuldquote wordt steeds moeilijker. Deze is immers reeds fors. Het fors verhogen van de al hoge belastingen om de inkomsten op te schroeven ligt politiek eveneens uiterst moeilijk.

Een tekort van 3% dat Frankrijk volgens het Europese Stabiliteitspact maximaal mag hebben wordt al een aantal jaren overschreden en ook de komende jaren zal deze afspraak door Frankrijk waarschijnlijk aan haar laars gelapt worden.

Een andere, niet geheel ondenkbare mogelijkheid is dat Frankrijk de rentebetalingen op haar staatsschuld al dan niet tijdelijk staakt. Feitelijk betekent dit dat het land niet meer aan haar verplichtingen voldoet en zich als het ware failliet verklaard.

Nu wil het geval dat de Franse staatsschuld grotendeels in buitenlandse handen is. Met een dergelijke draconische maatregel zou de Franse president Nicolas Sarkozy zich daarom binnen Frankrijk haast ongekend populair kunnen maken.

Voor de invoering van de Euro zou een scenario als hierboven beschreven hebben geleid tot een ineenstorting van de Franse frank, hoge inflatie en een sterk oplopende rente. Hetgeen de Franse economie in een diepe crisis zou hebben gestort... Nu met de Euro gelden deze effecten nog altijd, zij het in wat mindere mate maar nu dan wel voor alle Eurolanden. Dus ook voor Nederland.

Wij vragen ons oprecht af wat in een dergelijk scenario zou gebeuren. Zou Europa het aandurven Frankrijk te verplichten afscheid te nemen van de Euro? Of zullen andere landen die zelf geen zin hebben voor de Franse problemen op te draaien misschien juist zelf besluiten uit de Euro te stappen?

Sommige Nederlandse politici stellen dat het voor Nederland absoluut onmogelijk is ooit nog afscheid van de Euro te nemen. Zij kennen of de feiten niet, of vertellen u de feiten niet zoals ze zijn. Of beide. Intern zakenbankonderzoek heeft aangetoond dat het voor Nederland in theorie wel degelijk mogelijk zou zijn om uit de Euro te stappen. En als de nood echt aan de man zou zijn zou minister Wouter Bos dat nog voor vanavond 24:00 uur geregeld kunnen hebben.

De Titanic onder Franse vlag voert ondertussen rustig verder. Blijkbaar zijn er maar weinigen die ver in de duisternis wat vage schimmen van vooralsnog niet-smeltende ijsbergen zien opdoemen...

---

14 november 2009

## FUNDAMENTELE PROBLEMEN EURO ONOPGELOST

Zoals u waarschijnlijk wel bekend zijn de Nederlanders door de eeuwen heen altijd een zuinig volk geweest. Onze overheid inclusief. Door de beperkte noodzaak geld te lenen en het grote vertrouwen dat Nederland door de eeuwen heeft opgebouwd, heeft de rente (en inflatie) altijd relatief laag kunnen blijven. En een lage rente is zoals u weet gunstig voor het bedrijfsleven: investeringen zijn eerder rendabel wanneer kapitaal tegen een lage rente beschikbaar is.

Bovengenoemde factoren hebben er voor gezorgd dat de Nederlandse gulden door de eeuwen heen altijd een zeer sterke munt is gebleken. Op het eerste gezicht lijkt dit nadelig voor het bedrijfsleven: zij moesten immers concurreren met bedrijven uit landen met zwakkere valuta's. Toch is een sterke munt en de daarmee samenhangende lage inflatie en lage rente juist een voordeel gebleken...

Het haast structurele valutanadeel maakte dat Nederlandse bedrijven zich meer dan anderen moesten toelagen op producten en diensten van bijzonder hoge kwaliteit. Mede hierdoor wordt verklaard dat Nederland relatief gezien zoveel multinationals kent. Denkt u aan bedrijven als Koninklijke Ahold, Aegon, ING, Heineken, Koninklijke Olie en Unilever. De sterke munt maakte overnames buiten Nederland overigens ook vrij gemakkelijk betaalbaar. En de lage rente leningen relatief eenvoudig te financieren.

### “BLUMEN AUS HOLLAND”

Misschien heeft u zich wel eens afgevraagd hoe het kan dat juist Nederland tot 's werelds grootste exporteur van snijbloemen heeft kunnen uitgroeien. Vergeleken met wat meer zuidelijk gelegen landen kenden en kennen we immers de nodige competitieve nadelen. Denk aan:

- 1) Een ongunstiger klimaat
- 2) Hogere grondprijzen
- 3) Hogere lonen
- 4) Een relatief sterke munt

Al deze competitieve nadelen maakten dat Nederlandse bloemenkwekers niet anders konden dan de productie in een zo hoog mogelijke mate te automatiseren en te streven naar producten van een uitzonderlijk hoge

kwaliteit. Juist deze hoge kwaliteit blijkt in het buitenland zeer gewaardeerd: ondanks alle genoemde nadelen heeft Nederland hierdoor de wereldmarkt voor snijbloemen in handen weten te krijgen. Een prestatie van formaat.

Andere landen probeerden juist een competitief voordeel te verkrijgen door hun munt regelmatig te devalueren. Hoogstens met tijdelijk succes. Met de invoering van de euro is deze truc voor de individuele Eurolanden overigens definitief niet meer mogelijk.

## GRIEKENLAND

Griekenland, in de Euro gekomen door het voorleggen van foutieve cijfers, is sinds kort volop in het nieuws. Het land blijkt de grootste moeite te hebben om nieuwe leningen te krijgen. Leningen die het land moet verkrijgen om haar forse begrotingstekort mee aan te vullen. Dat tekort zou 13% bedragen, waar dit volgens het Stabiliteitspact maximaal 3% zou mogen zijn. En gezien de reputatie van Griekenland sluiten we niet uit dat zelfs deze 13% nog een aantal procenten te gunstig voorgesteld is.

Stelt u zich voor dat een bedrijf een operationeel verlies draait. Vergelijkbaar met een land dat een begrotingstekort heeft. Met een goed verhaal kan vaak nog wel geld geleend worden. Blijven operationele verliezen bestaan dan zullen voor nieuwe leningen hogere rentepercentages gaan gelden. Blijft de situatie onveranderd, dan zullen op een gegeven moment nieuwe leningen worden geweigerd. Het bedrijf kan dan niet meer aan haar betalingsverplichtingen voldoen en gaat failliet. Voor landen geldt hetzelfde; voor hen wacht dan veelal een pijnlijke en langdurige economische depressie.

## KLEINE ECONOMIE

Net als voor bedrijven met operationele verliezen geldt dat Griekenland haar inkomsten moet opschroeven en haar uitgaven moet inperken. Schroeft zij de belasting echter te snel op dan zal dit de economie nog verder in het slop duwen. Te langzaam en de Griekse inkomsten zijn onvoldoende om de tekorten op tijd terug te dringen...

Desalniettemin is het plan de belastingen te verhogen. Maar eveneens om de pensioenleeftijd te verhogen, de salarissen van ambtenaren te bevroren en de bureaucratie aan te pakken. Of Griekenland deze draconische maatregelen daadwerkelijk in de toegezegde mate doorvoert moet nog maar worden afgewacht.

Met dergelijke maatregelen - en met een garantiestelling van bijvoorbeeld Duitsland en / of Frankrijk - lijkt de acute paniek gesust te kunnen worden. Griekenland stelt qua economie vergeleken met bovengenoemde reuzen immers maar weinig voor. Helaas is Griekenland echter lang niet het enige euroland dat met structurele problemen kampt.

### SOMBER

Eerder schreven we een uitgebreid bericht over de Europese pensioenproblematiek. Wanneer de babyboomgeneratie met pensioen gaat betekent dit niet enkel een daling van belastinginkomsten maar tevens een forse toename van pensioenbetalingen. Heel wat landen hebben echter amper gelden gereserveerd voor hun toekomstige pensioenverplichtingen.

Voor de nakende problemen kijkt men liever weg. Deze situatie zal op termijn vrijwel onhoudbaar blijken. Of alle huidige eurolanden in zeg 2020 nog deel uitmaakt van de euro? We vragen het ons ten zeerste af...

---

13 februari 2010

## BIJNA NIEMAND WEET DIT VAN DE EURO

Pas op als u dit leest: u wordt er misschien een beetje cynisch van...

Wekenlang werd door onze minister van Financiën Jan Kees de Jager verkondigd dat Nederland nooit en te nimmer zou instemmen met een reddingsplan voor de Grieken. Griekenland zou haar zaakjes zelf maar moeten opruimen. Vrijwel dagelijks op tv verkondigd. Bijna zou u het gaan geloven.

Wat we zelf eigenlijk al verwachtten was dat de 'oude politieke regel' opnieuw zou gelden: hoe sterker iets ontkend wordt, hoe meer nabij het omgekeerde het geval blijkt. De Jager heeft zich inmiddels bedacht, en is nu toch voor hulp aan de Grieken. Hoewel hij het woordje 'hulp' liever niet gebruikt - maar ook wanneer we hulp een andere benaming geven blijft het natuurlijk gewoon hulp.

Sterker nog, De Jager denkt dat Nederland waarschijnlijk aan de hulp aan de Grieken gaat verdienen. De redenatie is als volgt: Nederland kan relatief goedkoop geld lenen en dit geleende geld kan zij dan vervolgens zelf aan de Grieken uitlenen. Met een extra risico-opslag van een procentje of 2. Fors minder dan de risico-opslag die de markt aan Griekenland rekent. Volgens De Jager gegarandeerde winst voor Nederland dus.

Origineel bedacht? Niet echt. De provincie Noord-Holland was eerder zo slim voor een procentje extra rendement haar tegoeden in IJsland onder te brengen...

Wie onze berichten al wat langer leest weet dat wij, onder de huidige omstandigheden, eigenlijk niet zo veel vertrouwen hebben in de Euro op termijn. Dat het vooralsnog ondanks Griekenland wel goed lijkt te zijn gegaan wordt allereerst verklaard door een tweetal factoren:

Ten eerste, glasharde leugens door de Griekse regering over haar financiële positie. Griekse schulden werden in 'speciale entiteiten' ondergebracht en volledig buiten het zicht gehouden. We willen de vergelijking met Enron, Lehman Brothers en Parmalat die zich van soortgelijk constructies bedienden niet maken, maar toch...

Ten tweede geldt dat de Europese economie redelijk goed draaide in de eerste jaren na invoering van de Euro. In een goed draaiende economie zijn allerlei fraudeleuze en op termijn niet-houdbare constructies relatief



makkelijk te verdoezelen. Om Buffett te citeren:

"It's only when the tide goes out that you learn who's been swimming naked." - Warren Buffett

Een derde verklaring voor het aanvankelijke succes van de Euro is er één die door maar weinigen daadwerkelijk begrepen wordt. En misschien dat u zich straks zelfs wat bekocht voelt wanneer we u deze onthullen...

Nederland is namelijk tegen een te lage koers in de Euro terecht gekomen. Wij schatten dat de Nederlandse gulden bij invoering van de Euro 10 tot 20% ondergewaardeerd was. Voor iedere 1,90 gulden (maximaal voor iedere 2 gulden) hadden we eigenlijk een Euro moeten krijgen. Nederland betaalde echter 2,20371 gulden voor iedere Euro.

De verklaring van bovenstaande hangt samen met het feit dat voor de invoering van de Euro de gulden gekoppeld was aan de Duitse mark. Omdat Duitsland onze belangrijkste handelspartner is wilde men zo het onderlinge valutarisico weghalen. Financieel ging het met Duitsland op dat moment helemaal niet zo goed als in Nederland. Duitsland had zopas Oost-Duitsland erbij gekregen en moest hier structureel bergen geld naartoe sturen om de situatie aldaar enigszins op te lappen.

Waarom Nout Wellink of Wim Kok bij de invoering van de Euro geen revaluatie van de gulden hebben geëist? Geen idee. Laatstgenoemde was wellicht te druk met het vervloeken van de 'exorbitante salarissen' in de bankenwereld.

Laten we snel verder gaan. Door de te lage omwisselkoers van de gulden in combinatie met de meer dan prima draaiende economie voor invoering van de Euro is in Nederland een inflatiegolf ontstaan. Zoals u weet werden veel zaken na invoering van de Euro 'opeens' fors duurder. De stijgende huizenprijzen in Nederland in de periode na de invoering van de Euro vormen, ook relatief gezien, daarvan een goed voorbeeld.

Huiseigenaren profiteerden dan ook van de inflatie. Iedereen met een vast inkomen ondervond echter nadeel. De mensen in loondienst dus, de minima en de mensen met een AOW-pensioentje. En huizenkopers moesten zich diep in de schulden steken: stond in 1990 nog geen 40% van ons nationaal product uitgezet als hypotheekschuld, in 2006 zaten we volgens het Internationaal Monetair Fonds (IMF) al op 100%.

Volgens een hierboven genoemde politicus was dit de tijd van 'loonmatiging'.

Zoals u weet: wanneer de lonen de inflatie niet bijhouden betekent dat simpelweg een daling aan koopkracht. Konden de meeste gezinnen enkele decennia terug van één inkomen rondkomen, nu waren veelal twee inkomens per gezin nodig om rond te komen.

En waar Nederland tegen een relatief ongunstige wisselkoers in de Euro kwam, gold voor andere landen uiteraard het omgekeerde. Met name de Zuid-Europese landen, waaronder ook Griekenland, kwamen tegen relatief gunstige wisselkoersen in de Euro.

Vanwege het ontbreken van een echte politieke unie in Europa (zoals in de Verenigde Staten), het feit dat sommige Europese economieën veel competitiever zijn dan andere en het gebrek aan arbeidsmobiliteit is de Euro vooralsnog eigenlijk gedoemd te mislukken. Hulp aan Griekenland nu betekent simpelweg dat Nederland bij ongewijzigde omstandigheden op termijn nog meer geld kwijt zou zijn aan het Euro-experiment.

Of Griekenland nu gered wordt of niet is eigenlijk niet eens zo essentieel. Over een tijdje zullen de Grieken opnieuw de hand moeten ophouden. En Spanje, Portugal, Italië en Ierland dan waarschijnlijk ook. Stuk voor stuk landen die eveneens amper voor hun pensioenen gereserveerd hebben. We zijn benieuwd of Nederland ook dan weer zal overwegen zelf leningen uit te schrijven om deze gelden vervolgens aan de zwakke broeders van Europa uit te lenen.

Nederland doet er verstandig aan 'achter de schermen' vast een slimme exit-strategie te bedenken. Het lijkt wel dat momenteel vrijwel niemand zich realiseert hoe onhoudbaar de hele situatie van de Euro op termijn is onder de huidige omstandigheden. En hoe kostbaar dit alles voor de rijkere Eurolanden zou kunnen worden. Wij wensen onze politici dan ook veel wijsheid toe.

---  
20 maart 2010



*Heeft u ons gratis **Warren Buffett E-Book** nog niet in bezit?*

*Vraag deze dan gelijk even aan via:*

<http://www.WarrenBuffett.nl>

#### **DISCLAIMER**

*Aan deze informatie kunnen op geen enkele wijze rechten worden ontleend. Dit rapport is niet bedoeld als professioneel beleggingsadvies. De consequenties van het op welke wijze dan ook toepassen van de u toegezonden informatie blijven volledig voor uw eigen rekening. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Voor meer informatie, zie <http://www.warrenbuffett.nl/disclaimer>.*