

Vrees niet, dat is in ieder geval tegen onze mentaliteit en naast het ontbreken van directe stimulansen voor een verdere opwaartse beweging is er geen directe aanleiding tot een zware terugval in aandelen- of obligatiemarkten. Tenzij natuurlijk het aandoenlijk zwakke vertoon van de Chinese economie die zich in de voorbije jaren in een moeilijke spreidstand heeft gemanoeuvreerd tussen een industrie die dringend rentedalingen nodig heeft en een vastgoedsector die onder die omstandigheid zo goed als zeker zeepbelallures dreigt aan te nemen. Toch drijven de Aziatische beurzen geleidelijk naar hogere koersniveaus onder de assumptie dat de situatie in China dermate acuut is geworden dat stimulerende maatregelen onvermijdelijk zijn.

Het uitblijven van de nodige adrenalinestoten, zonder dat de Chinese overheid ook maar één hint geeft die wijst in deze richting, maakt ons echter wat wantrouwig. Aan de voorwaarden om tot een rentedaling te komen, is immers ruimschoots voldaan: stabiele lage inflatie, zowel in het algemeen als met betrekking tot voedselprijzen, in combinatie met afgekoelde interbancaire rentetarieven. Toch gebeurt er voorlopig niets. Het uitblijven van deze economische stimulansen weegt ook door op de rentetarieven in Europa. Belangrijke exporteurs als Duitsland zien hun groeiverwachtingen immers ook bijgeknipt en drijven zo de rentetarieven naar ongeziene dieptepunten en - vanzelfsprekend - de obligatiemarkten naar recordniveaus. Beleggers in dergelijke instrumenten accumuleren echter steeds meer renterisico zodat voor particuliere beleggers het hoegenaamd niet aan te raden valt om zich nog in obligaties op lange termijn te gewagen. Deze markt is enkel nog geschikt voor professionele beleggers die de steeds afnemende rentevergoedingen op de hun obligatiebeleggingen gecompenseerd weten door de afnemende renteverplichtingen die zij dragen op de passiefzijde van hun balans. In het kader van banken betekent dit niet meer of minder dan dat de krimpende obligatierente zich vroeger of later zal vertalen in lagere spaarrente.

Dit brengt mij (eindelijk) bij het onderwerp van de titel: negatieve rente.

Over het algemeen leidt een dergelijk concept tot wat schouderophalen. Als een bank negatieve rente zou aanrekenen, dan stop je je spaargeld toch gewoon in een ouwe sok en vermijd je de aanrekening van rente op je spaargeld?

Dat is natuurlijk ook niet de bedoeling van het instellen van een negatieve rentevoet. Voor een goed begrip, dit concept duidt erop dat indien professionele partijen als banken en verzekeraars bepaalde types van deposito's aanhouden, er een soort taxatie wordt aangerekend. De bedoeling is dan - evident - dat de geviseerde deposito's worden vermeden en de geldmiddelen zich verplaatsen naar een type van belegging die wel als wenselijk wordt aanzien. Het is natuurlijk niet de bedoeling van de ECB om de spaarder te verplichten tot een betaling op de aangehouden spaartegoeden.

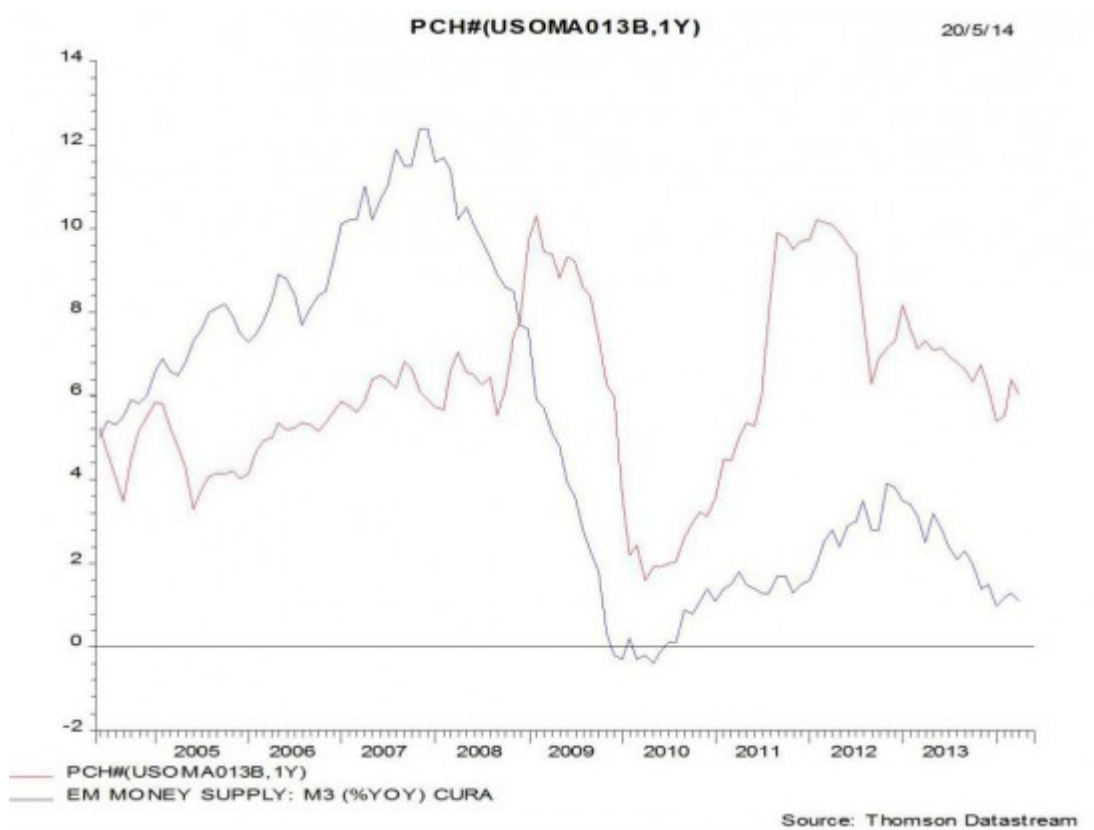
Wanneer de ECB-voorzitter een negatieve rentevoet vooropstelt, heeft hij een zeer specifieke (en terechte) doelstelling voor ogen. Om dit te begrijpen moeten we eerst het recente monetaire beleid even evoceren. Na de bancaire crisis dreigden de bancaire verliezen zich te vertalen in een infernale neerwaartse spiraal waarbij verzwakte banken de staatsobligaties op hun balans moesten verkopen omdat ze onvoldoende liquiditeiten konden aantrekken op de geldmarkten. Dit joeg de obligatierente in landen met een verzwakte budgettaire situatie naar onhoudbare niveaus, waardoor er een nieuwe verkoopgolf ontstond, de banken verder verzwakten, waardoor opnieuw moest worden verkocht enz. ...

Deze spiraal moest met geweld worden doorbroken, zoniet dreigde de eurozone te imploderen. Een van de chirurgische maatregelen die werd genomen, had betrekking op de reporente, als een van de belangrijkste beleidsinstrumenten van de ECB. Deze rente werd op (quasi) nul procent gebracht zodat banken die hun staatsobligaties in waarborg gaven bij de Centrale Bank een gratis lening werd aangeboden en zij zich niet langer verplicht zagen hun Spaanse en Italiaanse obligaties te verkopen. Een moedige, terechte en vooral effectieve maatregel, zoals bleek uit de verdere evolutie.

Maar de einddoelstelling van de ECB was wel ambitieuzer dan het afstoppen van de bovenbeschreven neerwaartse spiraal. Men wenst vanzelfsprekend ook de economie naar een hoger groeipad te begeleiden. Hoe efficiënt de ECB ook is gebleken bij het blussen van de brand op de markt van de overheidsobligaties (waardoor ook het bankensysteem van een instorting kon worden behoed), haar stimulerende monetaire beleid leidde intussen (nog) niet tot de beoogde groeidoelstellingen. Dit kan ondermeer worden afgeleid uit de zeer zwakke groei van de geldhoeveelheid in de Europese economie.

Grafiek: Geldgroei in de eurozone en de VS (M3-maatgetal)

(eurozone blauw, VS rood)



Dit betekent gewoon dat de gecreëerde liquiditeiten te veel blijven “plakken” op de bancaire balansen zonder zich te vertalen in kredietgroei. Het ondoordachte regelgevende beleid is hier zeker mee schuldig aan. De Bazel III-richtlijnen wegen immers zwaar door op de kapitaalvereisten van banken maar dat valt grotendeels te kaderen in een zoveelste poging om het bancaire risico terug te dringen. Het valt immers moeilijk uit te leggen aan het grote publiek dat men precies nu de banken lagere kapitaalvoorwaarden zou moeten opleggen om een vlotte kredietvorming toe te laten.

De herculestaak om de Europese economie aangezwengeld te krijgen komt zo grotendeels op de schouders van de ECB te liggen maar deze heeft echter haar limieten in zicht. Er rest nog één pijl om op de monetaire boog te spannen. Negatieve rente, meer bepaald op basis van het refitaraief.

De refirente is de voornaamste beleidsrente, waartegen banken worden vergoed door of kunnen ontlene bij de ECB.

Hoe dit precies moet gebeuren, is nog voor niemand duidelijk maar een mogelijk scenario kan als volgt verlopen. De rol van de reporente is momenteel grotendeels uitgespeeld. Erger nog, de positieve impact beperkt zich enkel nog tot de vorming van bancaire winsten. Je krijgt immers de financieringsmiddelen quasi gratis aangeboden bij de ECB om aan een hoger tarief te gaan herbeleggen in een overheidsobligatie of op de interbancaire markt (en voor het geval daar iets zou mislopen, dan moet de ECB toch optreden als garant opdat het systeem niet opnieuw zou verglijden in zijn negatieve spiraal). Op die manier komen de gecreëerde liquiditeiten echter niet terecht in de economie. Waarom zou je als bank risico's willen lopen om kredieten te gaan verschaffen, als je volkomen risicovrij een voldoende hoog tarief kunt krijgen op de interbancaire markt?

Uiteindelijk leidt dit echter tot een overschot aan liquiditeiten bij banken. Indien men alle interbancaire lijnen heeft benut en de actiefzijde van de balans reeds voldoende gestoffeerd is met staatsobligaties, blijft er nog een overschot aan

liquiditeiten bestaan in het bancaire systeem, hetgeen dan maar herplaatst wordt bij de Centrale Bank, tegen het refitarief.

Indien men aan deze plaatsingen een negatieve vergoeding toekent, dan zien de banken zich verplicht om opnieuw bij andere banken onderdak te zoeken voor hun overschot aan liquiditeiten. Dit drijft vanzelfsprekend de vergoedingen op de interbancaire markt scherp naar beneden waardoor alle geldmarkttarieven verder dalen en - hopelijk - kredieten aan KMO's, particulieren en bedrijven terug attractiever worden en de liquiditeiten uiteindelijk hun weg vinden naar de reële economie. Dat is alleszins de doelstelling ...

De strategie is duidelijk: hou de reporente laag om de overheidsobligaties niet opnieuw te laten wegschuiven, maar breng de refirente lager (zelfs naar een negatief niveau) om de banken te incentivieren om meer kredieten te verlenen. De reporente is de wortel, de refirente is de stok ...

Negatieve rente betekent dus niet dat aan particuliere spaarders een vergoeding zal worden aangerekend in plaats van uitbetaald, maar het betekent wel dat banken geconfronteerd zullen worden met lagere tarieven op de interbancaire markten met als directe gevolg dat de spaarrente nog dieper zal moeten terugvallen om haar nieuwe evenwicht te vinden. Het nultarief op het sparen komt zo mee in zicht ...