

Het frustratieniveau van ECB-voorzitter Draghi moet stilaan het kookpunt bereiken. Ondanks de massale liquiditeiten die de Europese economie ter beschikking gesteld krijgt, lijkt er maar geen schot te komen in de lancering van de economische groei.

Ondanks de herhaaldelijke pogingen om de Europese conjunctuur met een monetaire “kickstart” terug op een hoger groeipad te krijgen – naar het voorbeeld van de extreme liquiditeitsinjecties in de Amerikaanse economie na de scherpe en onverwachte conjuncturele terugval in '91-'92 – lijkt er weinig of geen teken van een herstel van enige betekenis te worden waargenomen. Erger nog, zelfs de legendarische Duitse groeimotor weet nog slechts middelmatige prestaties af te leveren, terwijl het vertrouwen van de Duitse consument verder wegwijnt.

We kennen het gevoel dat de ECB-voorzitter nu overmant. Ooit hadden we een derdehandse, enigszins gemotoriseerde, tweewieler voor een prikje op de kop getikt –of dat dachten we tenminste. Maar zelfs na de meest intense inspanningen om het onding aan de gang getrap te krijgen, konden we hooguit een pruttelend geluid produceren maar geen beweging.

Dat laatste was nochtans de bedoeling. De analogie tussen deze oude roestbak en de Europese economie hoeft niet te ver gezocht te worden. In beide lijkt er immers geen (voorwaartse) beweging te krijgen.

De ontgoocheling bij de Europese Bank moet (terecht) groot zijn. Een groot gedeelte van haar stimuleringspakket wordt immers geneutraliseerd door de opgelegde besparingen in de meeste Eurozone-landen- maar daar kan je nog begrip voor opbrengen want zonder deze besparingen zou de Eurozone opnieuw snel destabiliseren en dat zou voor de Europese economie zowat het nekschot zijn.

Veel minder begrip is er op te brengen voor de houding van de regelgevers/toezichhouders op het financiële systeem: Uit vrees voor een nieuw financieel debacle worden de kapitaalvereisten voor banken immers systematisch naar hogere niveaus gedreven met als negatieve gevolg dat hierdoor de liquiditeiten die de ECB ter beschikking stelt niet doorstromen naar de reële economie. Het “beste” voorbeeld hiervan is te vinden in de gigantische liquiditeitsvoorziening die de ECB sinds een tweetal weken aan de banken in de Eurozone ter beschikking stelt maar waarvan, tot zichtbare ontgoocheling van Draghi, slechts een symbolische fractie werd opgenomen. Als voorwaarde voor het verkrijgen deze (quasigratis) werkmiddelen gold immers dat deze enkel konden worden aangewend in de kredietsfeer (en dus niet kon worden aangewend voor de aankoop van overheidsobligaties of voor interbancaire plaatsingen). Voor banken is er echter een levensgroot verschil tussen het verstrekken van kredieten en beleggingen in overheidsobligaties: Voor de eerste geldt immers een kapitaalbeslag van 75% (bijvoorbeeld voor een KMO-krediet), voor de tweede (mits een handige keuze) wordt er (bijna) geen gewicht toegekend. Vermits de regelgever/toezichhouder precies op dit kapitaal enorme druk uitoefent, zal het krediet aan bedrijven veel minder interessant blijken voor een bank. Erger nog, zelfs al stel je de liquiditeiten gratis ter beschikking ( zoals de ECB dit doet) dan gaat een KMO-krediet een negatief rendement opleveren als de kosten van het kapitaalbeslag in rekening worden gebracht. Dit speelt vooral wanneer de bank kort bij haar hefboomlimieten is aangekomen (zoals dat bij de meeste banken het geval is). Frankfurt tegen Bazel.

In deze laatste (overigens vrij lieflijke) stad maakt men de populistische vergissing te denken dat een hogere kapitaalbasis een bescherming biedt tegen toekomstige bancaire crisissen. Dit is –op zijn best gesteld- een weinig effectieve maatregel. Er is immers in de crisis van 2008 geen verband gevonden tussen de kapitaalratio van een bank en een verhoogde kans op een faling. In enkele studies werd wel een dergelijk verband vastgesteld maar dit bleek al snel slechts zeer oppervlakkig te zijn. Het werkelijke verband met een verhoogde kans op faling bleek er immers te bestaan met de kwaliteit van de kapitaalbasis. Met andere woorden: banken die veelvuldig gebruik maakten van allerlei complexe, hybride obligaties om hun kapitaaltekort aan te vullen, bleken wél heel fragiel te zijn. Andere banken met een lage, maar kwaliteitsvolle kapitaalbasis bleken veel minder kwetsbaar tijdens de financiële crisis. De maatregelen van de bancaire regelgever zijn dus niet alleen weinig effectief maar ze zijn daarenboven bijzonder hinderlijk voor een economisch herstel.

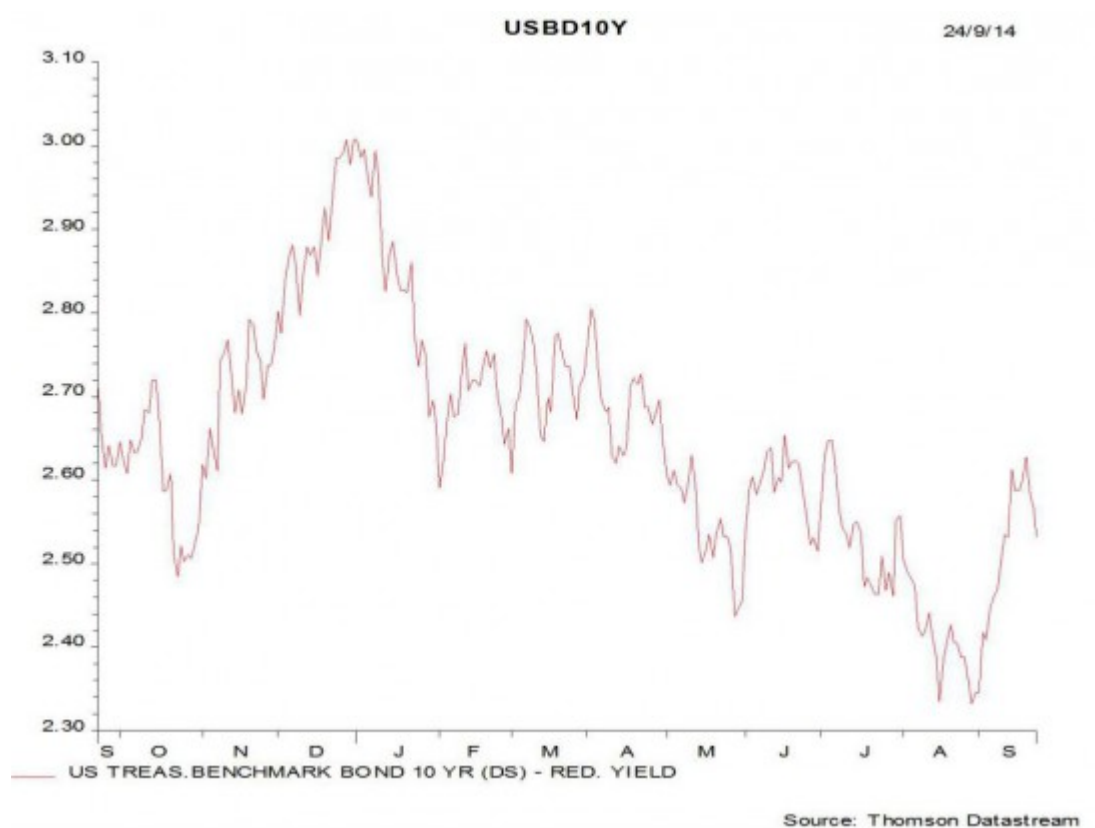
Eigenaardig genoeg hebben de recente negatieve cijfers over de Duitse economie een positieve uitwerking op de Europese beurzen. De redenering is dat het Duitse verzet tegen verdere stimulerende maatregelen van de ECB nu in de kiem worden gesmoord, vermits nu ook de Duitse economie mee in slaap dreigt te worden gewiegd met de rest van de Eurozone.

Welke verdere stimulerende maatregelen kan de ECB nog nemen? De korte termijnrente kan nog een symbolisch tikje lager en er kan nog een “quantitative easing” naar Amerikaans voorbeeld worden uitgewerkt met massale aankopen van overheids- en bedrijfsobligaties. Maar of nog lagere rente op korte termijn en nog hogere obligatiekoersen enige zoden aan de dijk zullen brengen, betwijfelen we ten zeerste. De oplossing komt niet uit Frankfurt maar uit Bazel ...

Intussen, ver weg van de Europese impasse, stevent de Amerikaanse economie, die veel minder afhankelijk is van bancaire kredieten, af op een stevige (en evenwichtige) economische groei met substantiële werkgelegenheidscreatie, gelijkmatig stijgende huizenprijzen in een context van gematigde inflatie. De bedrijfswinsten in de VS zijn daarenboven in de voorbije jaren vooral gestegen door verbeteringen in de operationele marges van de ondernemingen. Dat zet aan tot verdere beursdromen want de echte volumestijgingen (ten gevolge van de economische opleving ) staan er dus nog aan te komen. Je zou voor minder recordniveaus op de Amerikaanse beurs verwachten.

Er ontstond in de laatste dagen toch enige ongerustheid, na het opveren van de lange termijnrente. Waarnemers vreesden immers dat dit een voorbode kon zijn van latere, substantiële rentestijgingen wanneer de Federal Reserve haar stimulerende politiek (zoals verwacht) in november zal stopzetten. Ongetwijfeld zal deze (lang aangekondigde) wijziging in het monetaire beleid de reële lange termijnrente opwaarts beïnvloeden. Dit is -momenteel-weinig verontrustend. De toename in bedrijfswinsten zal de negatieve impact van hogere rente compenseren, zeker wanneer we weten dat in een periode van opgaande conjunctuur de risicoaversie van beleggers sterk afneemt, wat de aandelenbeurzen opnieuw positief zal beïnvloeden.

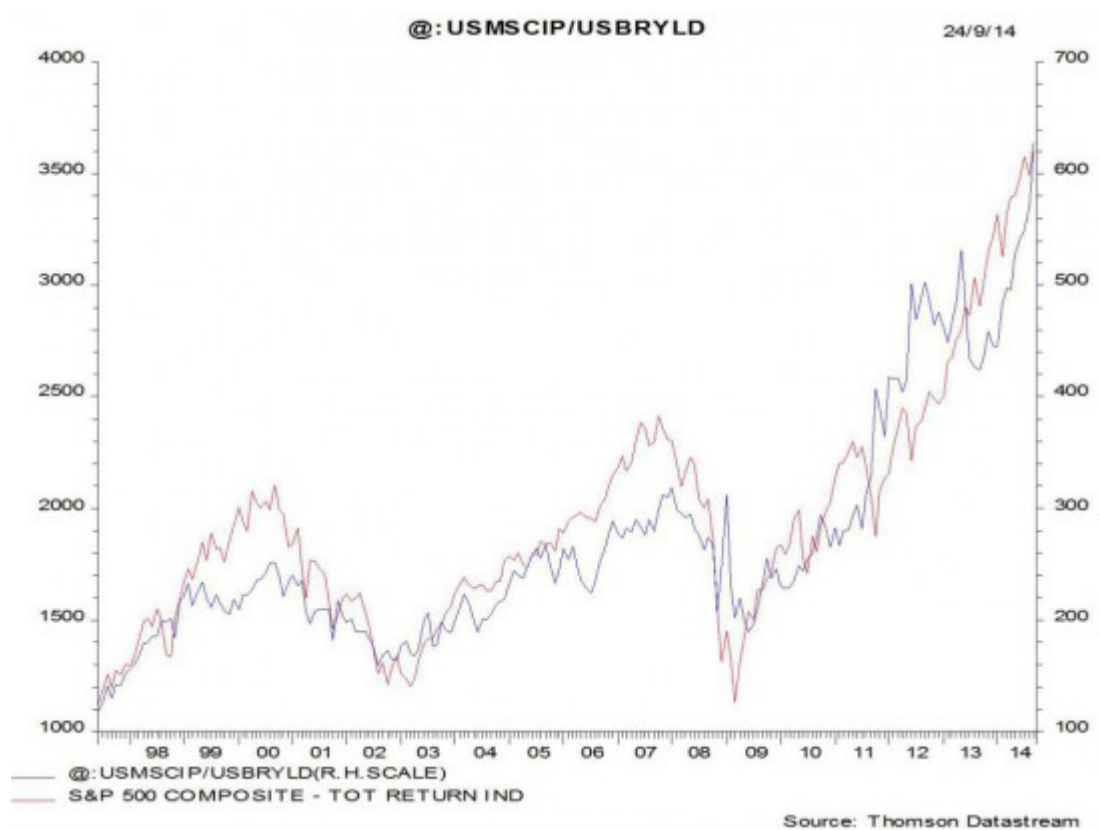
Grafiek 1: Evolutie van de Amerikaanse lange termijnrente



De initiële schrikreactie had meer te maken met het abrupte karakter van de stijging tijdens de laatste week. Toen dinsdag en woensdag bleek dat de obligatiemarkten kalmeerden ( en enkele gunstige conjunctuercijfers werden gepubliceerd) was dit voldoende om de aandelenbeurzen opnieuw naar nieuwe hoogtorecords op zoek te laten gaan.

Trop is teveel, zei ooit iemand ... Misschien is dit ook van toepassing op het historisch hoge peil waarop de Amerikaans aandelenbeurzen zich bevinden. Een vraag daaromtrent met zekerheid beantwoorden is natuurlijk niet mogelijk. Je kunt alleen wat ramingen maken en daaruit voldoende vertrouwen proberen te putten. Misschien kan volgende grafiek u van dienst zijn. Hierbij wordt de evolutie van de ratio tussen bedrijfswinsten en de lange termijnrente weergegeven. Het was met deze grafiek dat Alan Greenspan in 1996 de vraag of de Amerikaanse beurs al dan niet overgewaardeerd was, probeerde te beantwoorden.

Grafiek 2: Evolutie van de Amerikaanse beurs (rood) in vergelijking met de ratio tussen ondernemingswinsten en lange termijnrente (blauw).



Oordeel zelf in 2014, zoals Alan Greenspan dat zou hebben gedaan.