

Toen de Franse auteur Stendhal (dat is slechts een pseudoniem, maar dat doet er nu niet toe) in 1871 voor het eerst een wandeling maakte in Firenze, viel hij pardoos in zwijm.

Nadien verklaarde hij dermate aangegrepen te zijn door de veelheid aan kunst in deze prachtige stad dat het voor hem onmogelijk was om zoveel schoonheid in een keer emotioneel te verwerken. In de medische geschiedenis blijken er overigens slechts een zeer beperkt aantal gevallen bekend te zijn waarin een dergelijke psychische toestand effectief tot een appelflauwte heeft geleid, maar toch volstond dit om geboekstaafd te worden als een waar syndroom. Dansend op de dunne lijn tussen *Wahrheit und Dichtung* zijn er wellicht ooit nog grotere acrobatieën vertoond ...

Aan deze korte lijst van betwifelbare vaststellingen is echter op donderdag 10 maart een belangwekkende en onmiskenbare waarneming toegevoegd, waardoor iedere gerede twijfel over het al dan niet geveinsde karakter van dit syndroom, op volkomen objectieve en overtuigende wijze werd weerlegd.

Toen de financiële markten op donderdag 10 maart kennisnamen van de beslissingen van de ECB ontstond er initieel immers een euforische opwelling die blijkbaar zo veel emotionele gevoelens opwerkte, dat de beurzen plotsklaps bezweken onder de pracht van de afgekondigde maatregelen.

Deze beweging werd wellicht wat kracht bijgezet door de uitspraken van voorzitter Draghi die stelde dat met dit stimuluspakket de grenzen voor de inventies door de centrale bank bereikt waren. Het was pas na een verkwikkende nachtrust (en de correcte interpretatie van deze maatregelen door de Amerikaanse analisten op Wall Street) dat de Europese beleggers terug tot hun zinnen kwamen en de aangekondigde monetaire prikkels toch naar waarde wisten te schatten.

De term "*prikkels*" is hierbij waarschijnlijk het understatement van het nog prille (maar reeds zeer bewogen) financiële jaar. De aangekondigde beslissingen zijn immers zeer verregaand en etaleren, omwille van hun ongeziene omvang, ongewild ook een zweem van wanhoop.

Zoals verwacht werd de depositorente verlaagd (als ontrading voor het bijhouden van cash door banken) maar werd tevens het *quantitative easing*-programma van de ECB verhoogd met 20 miljard euro per maand! Lees tevens tussen de regels van deze beslissing: deze aankooppolitiek wordt op maandbasis uitgevoerd zonder dat de ECB nog van plan is om af en toe een maandje over te slaan en de vroegere politiek die zich disproportioneel richtte op Duitse obligaties wordt nu meer in overstemming gebracht met de uitstaande volumes op de obligatiemarkten. Dit pleit zeer sterk in het voordeel van verdere spreadvernauwingen van Italiaanse en Spaanse overheidsobligaties en desgevallend ook van bedrijfsobligaties.

De kers op deze taart werd gevormd door een onverwachte daling van de reporente. Dit is vooral van belang voor de financiële instellingen. In de pers wordt dit veelal vertaald als een compensatie voor de negatieve interbancaire rente. Maar dat is niet noodzakelijk zo. Men wenst hiermee vooral ongewenste verschuivingen op de passiefzijde van de bankbalans te voorkomen.

Dat er, ondanks het overweldigende wapenarsenaal dat de ECB naar het economische front zal verschepen, toch een desperate ondertoon te horen valt, heeft vanzelfsprekend te maken met het uitblijven van een noemenswaardig economisch herstel in de eurozone. Het geduld van menig waarnemer is de afgelopen jaren zo dikwijls op de proef gesteld, dat men bij de recente maatregelen ook niet direct hoge verwachtingen gaat kweken over een imminente ommekeer van de jarenlange lethargische groeicijfers.

Maar werp de politiek van de ECB niet te snel in de prullenmand, zoals oppervlakkige analisten maar al te graag doen.

De gevoerde politiek heeft wel degelijk substantiële resultaten afgeleverd. Enerzijds kon eind 2011 dankzij de verantwoordelijke houding van de ECB de eurozonecrisis worden afgewenteld. Door de massale injectie van liquiditeiten en een scherpe daling van de reporente kon de fatale negatieve spiraal doorbroken worden waarbij banken zich verplicht zagen om hun Italiaanse, Spaanse en Ierse staatsobligaties bij het grof huisvuil te zetten maar hierdoor koersverliezen realiseerden waardoor hun kapitaalpositie verder erodeerde.

Dit bracht de eurozone aan de rand van de afgrond want de lokale overheden dienden prompt in te grijpen, enerzijds om de reële economie te ondersteunen en anderzijds om het kapitaal van hun banken terug op peil te brengen. Vanzelfsprekend leidde dit tot verregaande budgettekorten, hetgeen op zijn beurt de kredietkwaliteit van de staatsobligaties ondermijnde en verdere verliezen veroorzaakte in de bancaire obligatieposities, waardoor het hele negatieve proces opnieuw versnelde.

Deze ontwikkeling bracht de bancaire sector in 2011 (nog maar 3 jaar na het debacle van 2008) opnieuw aan de rand van de afgrond en deed het doembeeld van de realisatie van systemisch risico nadrukkelijk verschijnen. Een totale implosie van het financieel-economische model waarop de welvaartsgroei van de laatste 200 jaar is gebaseerd ...

Nadien nam de ECB de ondankbare taak op haar schouders om ook de Europese economie aan te zwengelen. Deze herculesopdracht heeft iets weg van een beklimming van de Mont Ventoux op een fiets met leeglopende tubes met twee zakken cement op de rug.

Eén (zware) cementzak wordt geleverd door de verregaande besparingen van de meeste overheden binnen de eurozone. Het is immers strikt noodzakelijk om de overheidsbudgetten in het gareel te brengen (en te houden). Zonder een dergelijke discipline zal het spook van de implosie van de eurozone immers snel terug op het toneel verschijnen waardoor de rente op de Italiaanse, Spaanse of Portugese overheidsschuld ondragelijk hoog zal worden.

Maar deze politiek heeft ook het evidente nadeel dat het de economische groei op korte termijn zeker niet ten goede kan komen. De oppervlakkige opmerking dat op dergelijke momenten van economische impasse de teugels op begrotingsvlak wat gevierd mogen worden, gaat echter voorbij aan het (terechte) gebrek aan vertrouwen van de financiële markten in een dergelijke lakse houding. In het verleden is immers zelden bewezen dat overheden deze budgettaire ruimte zodanig wisten in te vullen dat het de toekomstige economische groei uiteindelijk ten goede kwam.

Een tweede factor die verhindert dat de maatregelen van de ECB zich rechtstreeks vertalen in een substantieel herstel van de economische activiteit in de eurozone, volgt uit de kapitaalrestricties die het toezichhoudende orgaan van de banksector lineair oplegt aan de financiële instellingen. De gewenste verhoging van de kapitaalratio van de banken kan momenteel echter niet verlopen via kapitaalverhogingen (op het passief) en moet dus verlopen via het actief van de balans.

Hierdoor ontstaat de neiging om de investeringsportefeuille van banken (zoals ondermeer kredieten) eerder af te bouwen dan op te bouwen. Dit biedt (op zijn minst gezegd) weinig ruimte voor de uitbouw van kredieten aan bedrijven en particulieren. Deze kredieten hebben immers het nadeel dat ze een relatief hoge risicoweging krijgen in vergelijking met beleggingen in overheidsobligaties. Nochtans was het precies via een uitbouw van de kredietportefeuille van haar banken dat de ECB had gehoopt een adrenalinestoot toe te dienen aan de slenterende economische groei.

De zwakke economische groei van de twee economische reuzen, de VS en China, geeft daarbij de indruk dat deze berg op ijle hoogte moet worden beklommen met twee leeglopende tubes op een gammele fiets. De economische cijfers uit China blijven echter diffuus met een zwakke ondertoon maar de Amerikaanse economische groei in de industriële sectoren lijkt haar dieptepunt voorbij te zijn.

Iedere vorm van mechanische ondersteuning, in de vorm van de recente extreme maatregelen van de ECB, blijft bij de beklimming van deze lastige col in barre weersomstandigheden bijzonder welkom en dit in weerwil van mogelijke reglementering dienaangaande van de UCI.