

Het is inderdaad bijzonder weinig. *El Pistolero* wenste dan ook te wijzen op de minuscule hoeveelheid van het product Clenbuterol dat in zijn bloed werd teruggevonden. Hij deed dit door het zeer nadrukkelijk uitspreken van alle nullen die het uiteindelijke betekenisvolle cijfer voorafgingen, hierbij geholpen door zijn typisch lijkige, Madrileense accent. Dit product, initieel ontworpen om het leven van astmatische paarden wat aangenamer te maken, wordt echter ook alarmerend veel in de veeteelt gebruikt, zodat *Alberto Contador* de aanwezigheid van deze lichaamsvreemde substantie toeschreef aan het verorberen van een besmette biefstuk tijdens de voorafgaande rustdag in de Tour. Consequent met zijn eigen versie van het verhaal werd hij nadien dan ook vegetariër, zoals trouwens ook Michel Pollentier. De officiële instanties namen echter geen genoegen met dit verhaal en legden een strenge schorsing op.

Iedere statisticus proest van het lachten bij de verregerende conclusies die aan dergelijke waarnemingen worden gekoppeld. Er zal dus nog wel wat anders aan de hand zijn geweest, want een beetje advocaat had onmiddellijk kunnen wijzen op de foutenmarge bij deze metingen. De statistische ruis zal waarschijnlijk zelfs groter zijn dan de vastgestelde hoeveelheid.

Maar als de Spaanse wielerved 0,0000005 als zeer weinig bestempelde, dan is deze minimale kwantiteit nog veel groter dan wat de gemiddelde grootbank stelt te willen spenderen aan vergoedingen voor haar spaarders.

De grootbanken zijn van nature erg zelfbewust en weten dat ze zich in een relatief sterke positie bevinden. Bij een ogenschijnlijk gebrek aan alternatief zal de sparende medemens desnoods een negatief rendement meezeulen – al was het maar dat het fysiek bijhouden van het opgespaarde vermogen in deze donkere en gevaarlijke tijden andere risico's met zich meebrengt en hij of zij vandaar bereid zal worden gevonden om desgevallend een bewaarloon te betalen om hierdoor wat veiligheid te verwerven.

Trouwens, deze banken krijgen zelf ook een penalasatie aangerekend voor het bijhouden van onmiddellijk opvraagbare middelen. Het lijkt op het eerste zicht vandaar begrijpelijk dat deze kostprijs gedeeltelijk wordt doorgerekend.

Deze populaire redenering dient echter in belangrijke mate te worden bijgestuurd. Vooreerst bestaan er wel degelijk goed renderende alternatieven die onvermijdelijk wat tussentijdse schommelingen ondergaan maar wat betreft dit volatilitiaspect afgestemd kunnen worden op het beleggingsprofiel van de belegger. Gewoon *recht-toe-recht-aan*, zo zien we deze producten nog het liefst, met een *asset-allocation* die zoveel mogelijk gericht wordt op de objectieve inschatting van verwachte returns van diverse beleggingsklassen.

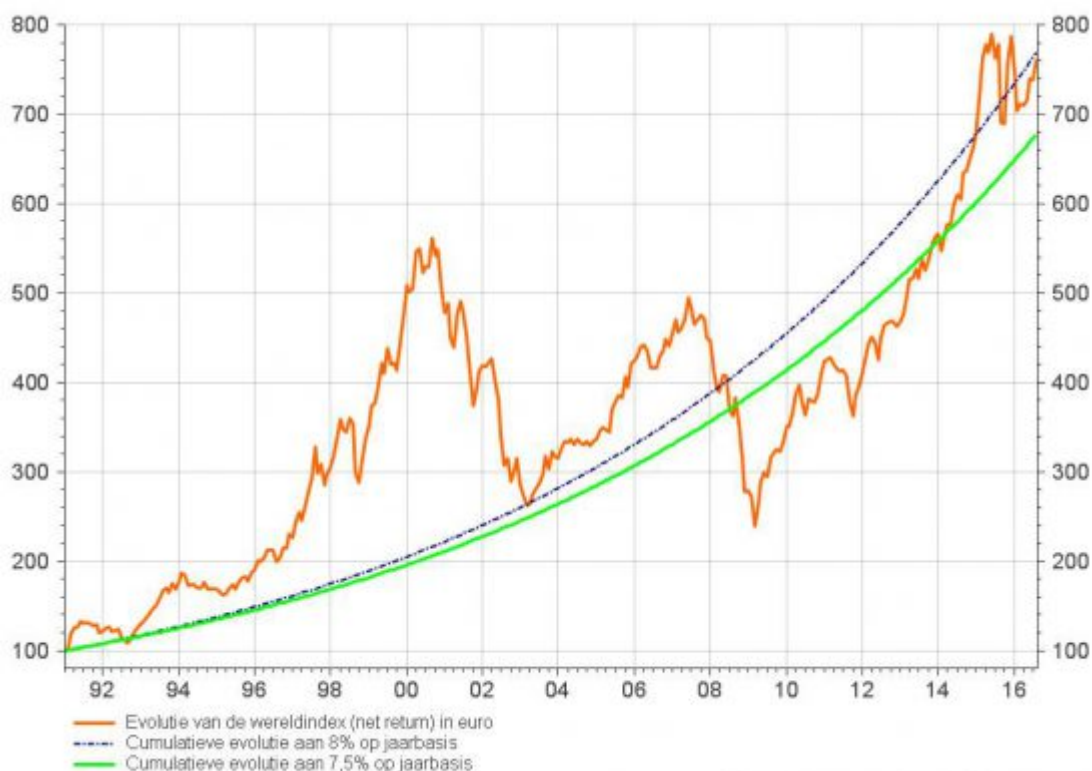
Dergelijke profielfondsen laten hierbij best protserige *timing* op basis van kortzichtige en populistische argumenten achterwege en gaan zoveel mogelijk het voordeel van diversificatie uitspelen, waarbij het beleggingsbeleid wordt afgestemd op een realistische beleggingshorizon die in overeenstemming is met het profiel van de belegger voor wie het product bestemd is.

Maar er zijn geen absolute zekerheden, gelukkig maar, zodat dergelijke producten een zekere houdperiode nodig hebben om hun potentieel uiteindelijk te vertalen in een degelijk rendement. De koersschommelingen worden gecompenseerd door de risicopremies die vervat zitten in de prijsvorming van aandelen, bedrijfsobligaties en (sommige) overheidsleningen. Muntspeculaties zijn vandaar uit den boze want ze bevatten op lange termijn geen risicopremies.

Maar iedere neerwaartse koersbeweging lokt telkens weer disproportionele angsten uit bij beleggers zodat een flink deel van de kudde op hol slaat en voortijdig van het opwaartse pad afspringt. Liever geen rendement dan de angstige gedachte te moeten doorstaan om tijdelijk wat te verliezen. Statistisch slaat dergelijk gedrag gewoon nergens op. Het gemiddelde rendement op de werelddandelenbeurzen over de laatste 200 jaar bedraagt zo'n 7,5 % op jaarbasis met een standaardafwijking van 20 % per jaar.

Voor een goed begrip: over de laatste 25 jaar was dit gemiddelde rendement zelfs nog hoger en de volatilitas beduidend lager met nog een belangrijk verschil. In het verdere verleden kon het rendement op obligaties nauwelijks het inflatieritme overstijgen maar ook de reële opbrengsten op LT-staatsobligaties leverden in de recentere periode een onverhoopt hoge opbrengst op. Goed gespreide beleggingen in bedrijfsobligaties en vooral *emerging bonds* deden het zo mogelijk nog beter.

Grafiek 1: Gemiddelde rendement op jaarbasis van de wereldindex (returnindex in euro)



Bron: Thomson Reuters Datastream

Het cumulatieve rendement leidde een initieel geïnvesteerd bedrag van 100 euro in 1991 naar (bijna) 800 euro nu. De zigzagbewegingen die de investeringswaarde tussentijds ver boven en onder de lijn die een rendement van 7,5 % en 8 % op jaarbasis brachten, kreeg u er gratis bij ...

Deze opmerking gaat al te gemakkelijk voorbij aan de vereiste beleggingshorizon en het Spartaanse geduld die nodig zijn om de rit op een dergelijke roetsjbaan uit te zitten, maar herhaalt zich in meer dan 90 % van alle periodes van 25 jaar sedert 1800 en staat in schril contrast met het typische investeringsgedrag. Wanneer de beleggingshorizon (om welke reden dan ook) korter is dan (ongeveer) 10 jaar, dan sluit dit geenszins een goed rendement uit. Men dient enkel de asset-allocatie aan te passen door minder aandelen en meer obligaties op te nemen, zodat de kans op neerwaartse ontgoochelingen wordt gereduceerd. In andere tijden, toen de dieren nog spraken en de rentevoeten nog voldoende hoog waren, kon dit ook opgevangen worden via specifieke optiestructuren, maar deze techniek kan momenteel enkel worden toegepast ten koste van een verregaand verlies aan opwaartse opportuniteit.

Het extreem behoudsgezinde gedrag van een groot gedeelte van de beleggerskudde - waarbij ieder risico wordt geschuwd en iedere koersdaling als fataal en onomkeerbaar wordt beschouwd - vindt zijn oorsprong in de kans die wordt toegekend aan een ultiem falen van ons financieel-economische model, of in modernere terminologie uitgedrukt: systeemrisico.

De probabiliteit op de realisatie van een dergelijk scenario is zeker niet nul. We kwamen er erg kort bij in de jaren '30 en recentelijk in 2008. De grote depressie werd destijds echter uitgelokt door een reeks onbegrijpelijke beleidsvergissingen (die nu goed gedocumenteerd zijn), terwijl de financiële crisis van 2008 exponentieel werd uitvergroott door onnodig maar daarom niet onbegrijpelijk rancuneus gedrag van Amerikaanse politici. Maar zelfs deze torpedo, die het economische model midscheeps wist te treffen, kon het schip niet meer dan tijdelijk wat slagzij doen maken.

U kent wellicht het 2.500 jaar oude joodse spreekwoord: Wie op korte termijn het minste risico neemt, neemt op lange termijn het grootste risico ...

Het is daarenboven ook een open vraag of het massaal vermijden van langetermijninvesteringen in aandelen of obligaties enig houvast zou bieden bij de effectieve realisatie van systeemrisico. Uit de historiek van dergelijke crisissen weten we immers dat ze steeds veroorzaakt (of alleszins verregaand versneld) worden door de financiële sector zodat spaartegoeden vrij snel in de vuurlinie komen te liggen. Goud dan maar? Waarschijnlijk zal dit blinkende metaal in dergelijke omstandigheden onmiddellijk geconfisqueerd worden door de overheid of, zoals tijdens de grote depressie in de VS, uitgesloten worden van vrije markttransacties - en dit meer dan terecht. De recente stijging van de goudprijs (overigens veruit het slechtste beleggingsinstrument van de laatste 200 jaar) is vooral toe te schrijven aan de extreem lage rente. Het aanhouden van goud in vergelijking met risicovrije beleggingen kost nu eenmaal (veel) minder dan vroeger.

Het onverholven voorstel van de grootbankiers om over te gaan tot een nog lagere, liefst zelfs een negatieve, rentevergoeding op het sparen staat natuurlijk in verband met de negatieve beleidsrente van de ECB. De ECB wil hierbij vooral de banken wegpesten uit risicoloze beleggingen en viseert hierbij enerzijds disproportionele posities in staatsobligaties en wenst anderzijds het eindeloos doorplaatsen van de ter beschikking gestelde, nieuw gecreëerde geldmiddelen tussen financiële instellingen ten strengste te ontraden. Dit laatste is overigens zeer begrijpelijk. De liquiditeiten die de ECB ter beschikking stelt aan de financiële instellingen moeten, liefst zonder teveel omwegen of fricties, terecht komen in de reële economie om daar consumptie, investeringen en - uiteindelijk - werkgelegenheid en economische groei te bewerkstelligen. Wanneer de nieuwe financiële werkmiddelen enkel worden gebruikt om interbancaire plaatsingen te faciliteren, dan moet deze praktijk worden ontmoedigd met ontradende negatieve rentetarieven.

Grafiek 2: Beleidstarieven ECB



Bron: Thomson Reuters Datastream

Bij het eerstgenoemde objectief – het geleidelijk afbouwen van posities in staatsobligaties – blijft het nog altijd wat dansen op een slappe koord. In 2011 moest immers nog alle hens aan dek worden gezet om bancaire posities in Italiaanse, Spaanse en Ierse staatsobligaties te ondersteunen met verregaande maatregelen waarbij de ECB zelfs zo ver moest gaan om gratis financiering te verstrekken en de waarborgregeling op de repomarkten zodanig ruimdenkend te interpreteren dat er een impliciete garantie door de ECB ontstond voor deze obligaties. Gedurfd en innovatief, dat zeker, maar vooral effectief omdat hiermee de uitslaande branden op de financiële markten alsnog onder controle werden gebracht.

Maar de beoogde doelstelling werd intussen grotendeels bereikt (op Portugal en Griekenland na, waarvan de oplossing een andere aanpak vereist) en het blijkt nu bijzonder moeilijk om de Europese banken te bewegen om de volgende stap in het herstelbeleid te zetten. Dit zou ondermeer inhouden dat de kredietverstrekking soepeler en tegen een veel hoger groeiritme zou moeten verlopen. Het uitgangspunt hierbij is dat een substantiële toename van de kredietvolumes de investeringen zal aanzwengelen en vandaar werkgelegenheid zal creëren. De vraag naar investeringskredieten is echter in belangrijke mate afgenomen na de jarenlange anemische groei in de eurozone, zodat louter het stimuleren van de aanbodzijde (via de extreem lage rente) niet meer kan volstaan om de economische motor tot een hoger toerental te inspireren. Ook de vraagzijde van de economie heeft duidelijk nood aan stimulerende maatregelen, hetgeen echter regelrecht ingaat tegen de opgelegde besparingen waarmee wordt getracht om de overheden van de eurozone binnen het

budgettaire gareel te houden. De rentemarge die op kredieten kan worden verdiend, oogt weliswaar nog steeds redelijk hoog maar is op zich onvoldoende om de concurrentie aan te kunnen met de rendementen op staatsobligaties, zelfs aan de extreem lage tarieven die deze beleggingen nog opbrengen. De 0 %-risicoweging biedt immers nog steeds een substantieel voordeel aan overheidspapier, in vergelijking met - bijvoorbeeld - kredieten aan KMO's die aan 70 % worden gewogen en vandaar veel zwaarder doorwegen op de kapitaalbasis van banken. Wanneer de regelgever er net nu nog op aandringt om het gebruik van financiële hefboomen bij de banken te verminderen, dan is de keuze snel gemaakt. De afbouw van staatsobligaties brengt hierbij weinig zoden aan de dijk want de regelgever viseert momenteel vooral de risicogewogen activa en creëert vandaar een aversie ten opzichte van kredieten. Men kan zich bezwaarlijk een betere garantie bedenken om ervoor te zorgen dat het stimulerende beleid van de ECB in de kiem zal worden gesmoord. De verwijzing van de regelgever dat zijn beleid het gevolg is van het eerdere risicogedrag van bankiers, is daarenboven erg populistisch. Er is immers in de financiële crisis geen enkel statistisch verband gevonden tussen het gebruik van hefboomen (gedefinieerd als risicogewogen activa gedeeld door tier 1- kapitaal) en een verhoogde kans op de falen van banken.

Vanzelfsprekend is spaarzaam gedrag een onmiskenbare deugd (die overigens voor een flink stuk genetisch bepaald is, maar dat is een ander verhaal). Maar het grote succes van het sparen duidt er waarschijnlijk op dat we het macro-economische optimum wellicht al lang voorbij zijn en nu nuttige middelen onttrekken aan de reële economie op een moment dat deze het meest nodig zijn. De vrees voor het toekomstige parkoers dat risicodragende beleggingen nog moeten afleggen, vormt op zich reeds een afstotende factor maar deze angst voor het onbekende wordt onnodig aangewakkerd door analisten die de meest efficiënte weg kiezen om zichzelf te profileren, met name met Cassandra-voorspellingen, en zich nadien nooit moeten verantwoorden wanneer.

Het succes van sparen is ook gedeeltelijk gebaseerd op de onderliggende assumptie dat deze beleggingsvorm volkomen risicovrij zou zijn. Voor een goed begrip: dat is natuurlijk wel de bedoeling maar verwar niet te snel het gebrek aan schommelingen en de afwezigheid van risico. "The absence of evidence, is no evidence of absence" wist een zekere Donald Rumsfeld ooit te vertellen ...

Het toezicht op de risico's van banken is nu grotendeels toegewezen aan de desbetreffende diensten van de ECB, zoals dat hoort om deze controle zo objectief mogelijk te laten verlopen. Maar de meting van financiële risico's is nu eenmaal geen eenvoudige kwestie en de meetinstrumenten hiervoor zijn erg gevoelig voor de onderliggende veronderstellingen die worden gemaakt. Het veelvuldig gebruikte Value-at-Risk maatgetal voor marktrisico's bleek zo in 2007-2008 misleidende informatie te verstrekken omdat de gebruikte meetlat werd toegepast in omstandigheden die hiervoor niet geschikt waren. Vandaar dat iedere risicometing nu ook verregaande stresstesten dient te bevatten. Een lovenswaardig initiatief maar het uitgangspunt is "to think the unthinkable". Zodra je deze doelstelling bereikt, vereist dit vernieuwende creatieve inspanningen om telkens opnieuw de bereikte limieten te verleggen. Waar een stresstest precies moet eindigen, weet je dus nooit zodat je dus nooit met zekerheid mag stellen of alle risico's nu adequaat in kaart zijn gebracht. Maar er zijn een paar hints waarmee de kans op goede stresstesten aanzienlijk wordt verhoogd. Ik diep even mijn cursus risicobeheer uit het jaar 2000 op. Opgesteld in *tempero non suspecto* dus ...

Een goede stresstest blijkt aan een vijftal principes te moeten voldoen.

*What makes a good stress test?*

*The goal of stress testing is to uncover potential concentrations and make risks more transparent. Good stress tests should therefore:*

*(A) be relevant to current positions and (B) consider changes in all relevant market rates,*

*(C) examine potential regime shifts and (D) spur discussion ,*

*(E) consider market illiquidity and finally (F) consider the interplay of market and credit risk*

De eerste stresstesten die na het debacle van 2008 werden opgelegd, voldeden duidelijk niet aan (A). Men beschouwde immers enkel de tradingpositie van banken en niet de investeringsportefeuille van de banken (waarin veruit de grootste

risico's verscholen zaten). De doelstelling hierbij was overigens nogal doorzichtig. Enkele maanden na de zwaarste inslagen van de crisis had de Amerikaanse overheid immers vrij verregaande testen opgelegd aan haar bancaire systeem en vrij accuraat de kapitaaltekorten weten af te lijnen waarna de nodige maatregelen werden getroffen en het vertrouwen in het financiële systeem relatief snel terugkeerde. Vooral dat laatste stond hoog in het lijstje van de ECB zodat men besloot het spaarders- en beleggerspubliek niet onnodig te verontrusten en zich beperkte tot die posities die deze doelstelling hielpen te ondersteunen. Op kop van de meest betrouwbare banken prijken 3 Ierse banken die echter snel nadien in bijzonder zwaar weer terechtkwamen. De achillespees van het Ierse bancaire systeem bevond zich immers in de lokale vastgoedsector die niet in de trading- maar in de investeringsposities van de banken terug te vinden was (vooral via verstrekte hypotheekleningen). Het vertrouwen in de financiële instellingen vond dan ook weinig baat van een dergelijk doorzichtig manoeuvre. Een jaartje of zo later werden de tweede stresstesten georganiseerd waarbij natuurlijk principe (A) nu wel goed in de gaten werd gehouden. Maar (B) niet ...

Men legde immers gesimuleerde renteschokken op, zonder de correlatiepatronen tussen de diverse rentevoeten te wijzigen. De bewegingen van de Europese rentetarieven op zich hebben immers niet zo'n grote impact want meestal worden zij afgedekt met zeer efficiënte, goedkope en uiterst liquide renteswaps (IRS) die dan ook massaal op alle bankbalansen terug te vinden waren. Maar het uiteenlopen van de rentetarieven tussen de Europese landen werd onvoldoende in kaart gebracht. Vandaar dat een Belgische bank helemaal bovenaan het lijstje stond te prijken om vrij snel nadien in een diepe afgrond te storten toen de Italiaanse en Spaanse rentevoeten naar boven schoten op hetzelfde moment dat de Duitse tarieven ongezien diepe dalen begonnen op te zoeken.

De tweede stresstesten voldeden niet aan beginsel (B) maar ook niet aan (D), want iedereen werd nu vriendelijk verzocht om op te houden met zeuren ...

Maar vooral het ostentatief negeren van principe (C) had uiterst kwalijke gevolgen. Hiermee wordt men immers verplicht om zich weg te bewegen van veronderstelde correlatiepatronen tussen de rentetarieven tussen verschillende landen en eens de impact van een ander scenario te berekenen. Dit was overigens één van de belangrijkste lessen uit de voorafgaande crisis van LTCM in 1998.

Derde keer, goede keer. Een allesomvattende oefening met wijzigende correlatiepatronen en economische schokken die werden toegepast op de totale positie van de Europese banken. Streng maar (redelijk) rechtvaardig maar met iets te weinig nuance. De meest recente Europese bancaire test gaat verder op deze weg, maar is maar een light versie van de vorige. Dat is zeker begrijpelijk omdat men maar enkel tussentijdse bewegingen in kaart wenste te brengen. De financiële markten reageerden eerst relatief enthousiast op de bekendgemaakte resultaten (want zij houden nu eenmaal van resultaten die in de lijn van de verwachtingen liggen en zien het graag wanneer de *usual suspects* met de vinger worden gewezen).

De stemming sloeg echter vrij snel om. Het basisprobleem van de Europese banksector is immers niet haar solvabiliteit - want dat blijft een subjectieve kwestie - en momenteel ook niet haar liquiditeit, maar wel de rendabiliteit op lange termijn. De rentemarges op kredieten kunnen onvoldoende worden benut door de restrictieve politiek van de regelgever terwijl de opbrengsten op staatsobligaties en interbancaire plaatsingen naar nul (of lager) worden gedreven maar de vergoeding aan de spaarders niet meer lager kan en op een wettelijke limiet is gebotst. Enkel financiële instellingen die weg geëvolueerd zijn van het traditionele transformatiemodel en zich zijn gaan specialiseren in activiteiten die losstaan van de omzetting van spaarmiddelen op korte termijn in relatief risicoloze investeringen op lange termijn, kunnen nog boven de verwachting scoren.

Banken die echter slechts mediocre resultaten afleveren, kunnen vandaar hun kapitaal niet aanvullen met winstreservatie en zullen een beroep moeten doen op de kapitaalmarkten, waardoor de bestaande aandeelhouders worden verwaterd en de koersen dalen ... In een krampachtige poging dit laatste te voorkomen, wordt er dan maar gepleit om de spaarders niet langer te ontzien.

Wat is economie toch een wrede wetenschap (voor bankiers ...)



0,0000005 mg/L