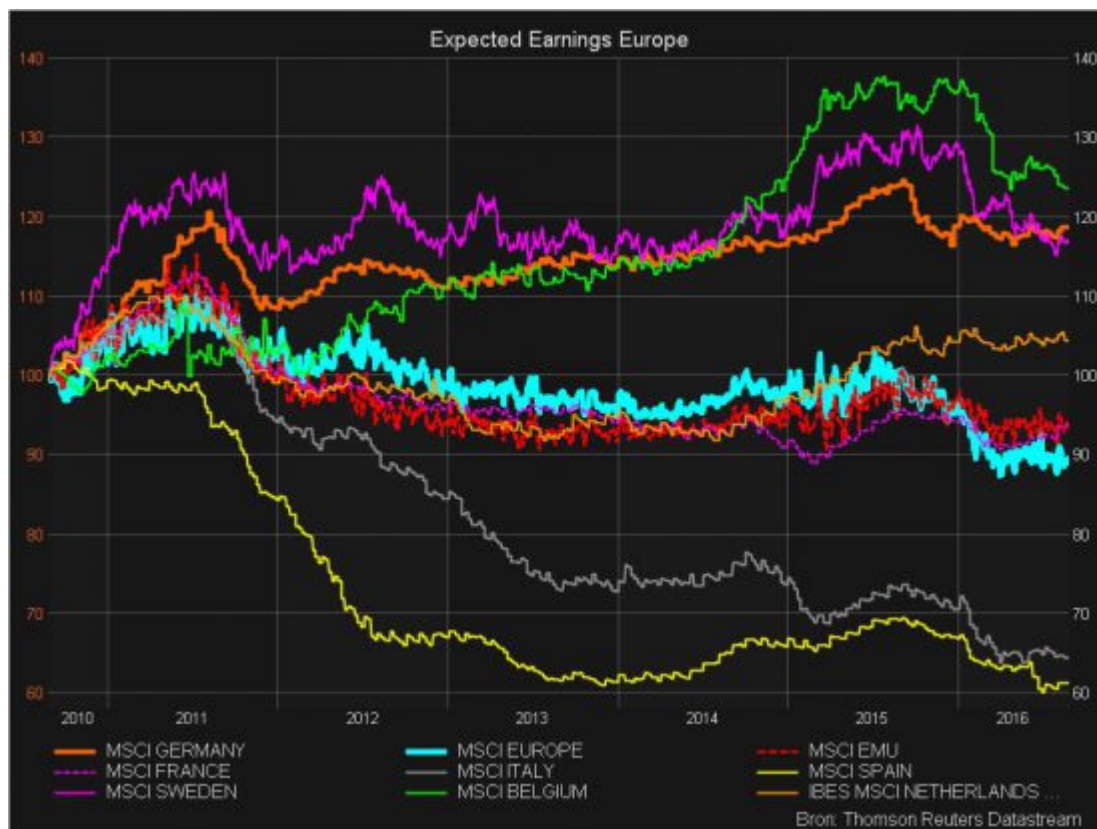


Talent moet je zoveel mogelijk zijn ding laten doen, zonder een te strak keurslijf dat de creativiteit alleen maar zou verstikken en vrij van doorwrocht strategisch bochtenwerk. Dat de ex-bondscoach van ons nationale elftal geen tactisch genie was, hoefde onze terechte ambitie op het recente EK niet te hinderen. Wellicht maakte hij echter de vergissing door ervan uit te gaan dat de huidige supergetalenteerde aanvallers op een even efficiënte wijze de weg naar de netten zou vinden als hij dat in zijn glorie-dagen zou hebben gedaan. Met zo'n karrenvracht aan kansen, zou de reparateur van doelnetten overuren hebben moeten draaien indien de coach niet langs maar binnen de lijnen had gestaan.

Maar nu de ontgoocheling over de gemiste kansen op het EK in Frankrijk langzaam begint weg te ebben, hebben wij het voorrecht om u aangenaam te verrassen. België is intussen wél Europees kampioen geworden, zij het in wat een andere discipline.

Het volstaat hiervoor de ontwikkeling van de verwachte bedrijfsresultaten te evoceren, sinds 2010 (het dieptepunt van de economische crisis). In vergelijking met een representatieve groep Europese landen prijken de Belgische beursgenoteerde bedrijven immers zowaar helemaal bovenaan, op respectabele afstand gevolgd door Zweden en Duitsland. Nederland wist zich recentelijk los te rukken uit het Europese peloton waar mediocriteit het tempo bepaalt. Maar zelfs deze slakkengang ligt blijkbaar nog te hoog voor Italië en Spanje, die hun bodem maar niet lijken te vinden.

Grafiek 1: Evolutie van de verwachte bedrijfsresultaten sedert 2010 (Groen = België)



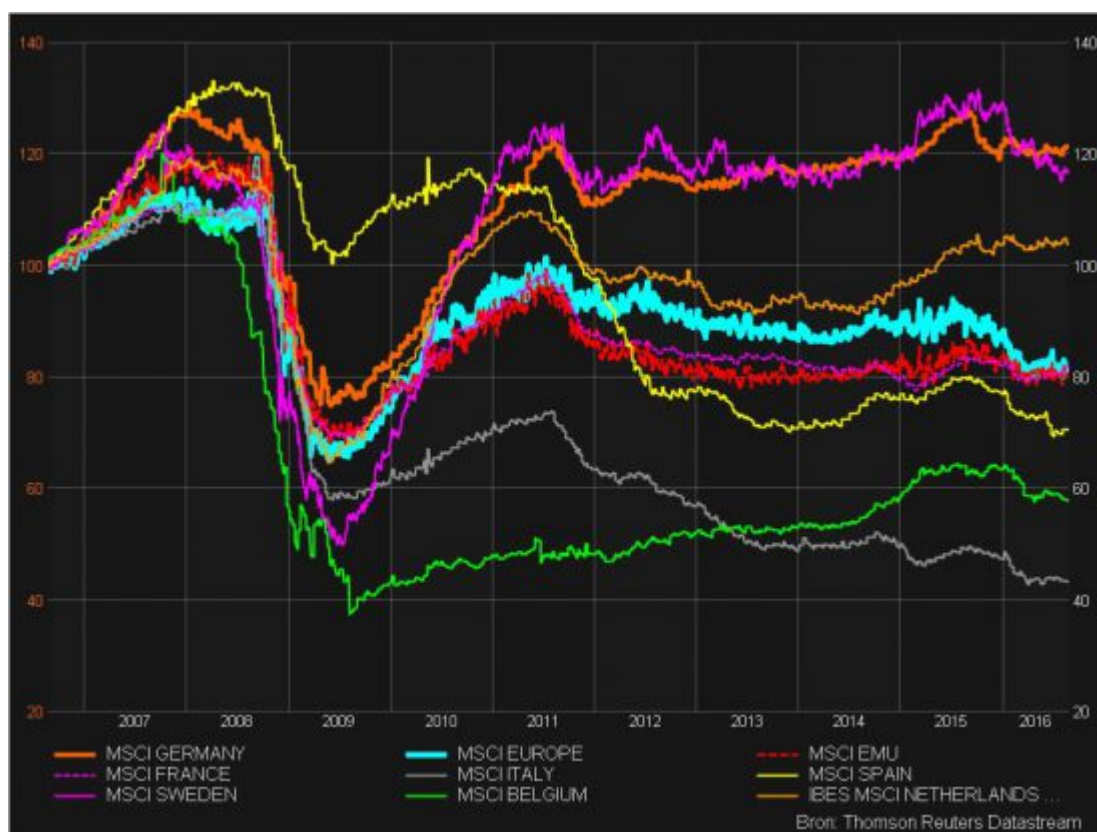
Deze ontwikkeling is enigszins verbazingwekkend vermits België in vergelijking met zijn partners in de eurozone niet bepaald uitblinkt inzake economische groei, ontwikkeling van de handelsbalans of overheidsbegroting en zeker niet inzake zijn relatieve productiviteitspositie.

De koppositie die Belgenland inneemt, heeft vooral te maken met de keuze van de periode en - toegegeven - het bewust weglaten van Denemarken uit de vergelijkingsbasis. Dit laatste kan verantwoord worden omdat de lokale beurs sterk

beïnvloed wordt door het succes van één superzwaargewicht uit de Deense index (Novo Nordisk), waardoor een dergelijke vergelijking wat aan representativiteit verliest. Maar dit toch ter verduidelijking: de evolutie van de index van Belgische bedrijfswinsten eindigt over de periode 01/2010-08/2016 op 124. De indexwaarde van de Deense verwachte bedrijfsresultaten krom in deze periode van 100 naar 174.

Maar veel belangrijker als verklaringbasis van het Belgische succes is de specifieke keuze van de vergelijkingsperiode. Het goede nieuws hierbij is dat de Belgische bedrijfswinsten duidelijk over voldoende veerkracht beschikten om deze traumatische periode achter zich te laten. Maar ons enthousiasme wordt al snel bekoeld wanneer we de vergelijkingsperiode verlengen tot 10 jaar en dus expliciet de financiële crisis (die de economische crisis van 2011 in de eurozone voorafging) in de vergelijking betrekken. Uit deze vergelijking blijkt dat België helemaal onderaan bengelt en enkel Italië nog achter zich weet te laten.

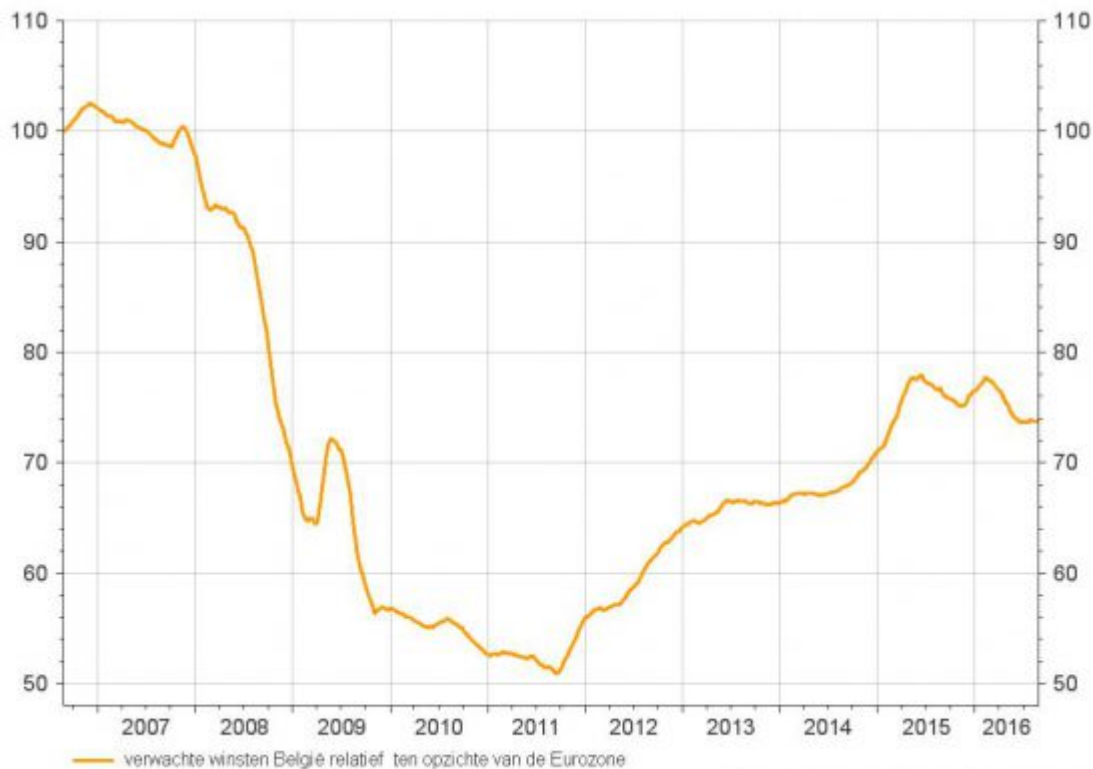
Grafiek 2: Evolutie van de verwachte bedrijfsresultaten sinds 10 jaar (Groen = België)



Deze ontwikkeling karakteriseert de typische Belgische context. De Europese bedrijfsresultaten vielen in het algemeen scherp terug in de periode rond de financiële crisis maar troffen België in bijzondere mate. De oorzaak hiervoor is natuurlijk snel gevonden. Niet alleen was de banksector disproportioneel sterk vertegenwoordigd in de Belgische beursindex, wat een eerste verklaring biedt voor het lamentabele verloop van de bedrijfsresultaten van de Belgische beursgenoteerde bedrijven, maar deze oververtegenwoordigde financiële waarden bleken individueel ten opzichte van hun Europese sectorgenoten opvallend slecht te scoren.

De impact van de oververtegenwoordiging van de bank aandelen in de Belgische index is reeds anekdotisch af te leiden uit grafiek 3, waarbij een vergelijking wordt gemaakt tussen de ontwikkeling van de Europese en de Belgische resultaten van de beursgenoteerde bedrijven. Hieruit blijkt een terugval van 50 % van de bedrijfsresultaten van een gemiddeld Belgisch beursgenoteerd bedrijf ten opzichte van een gemiddelde Europese onderneming.

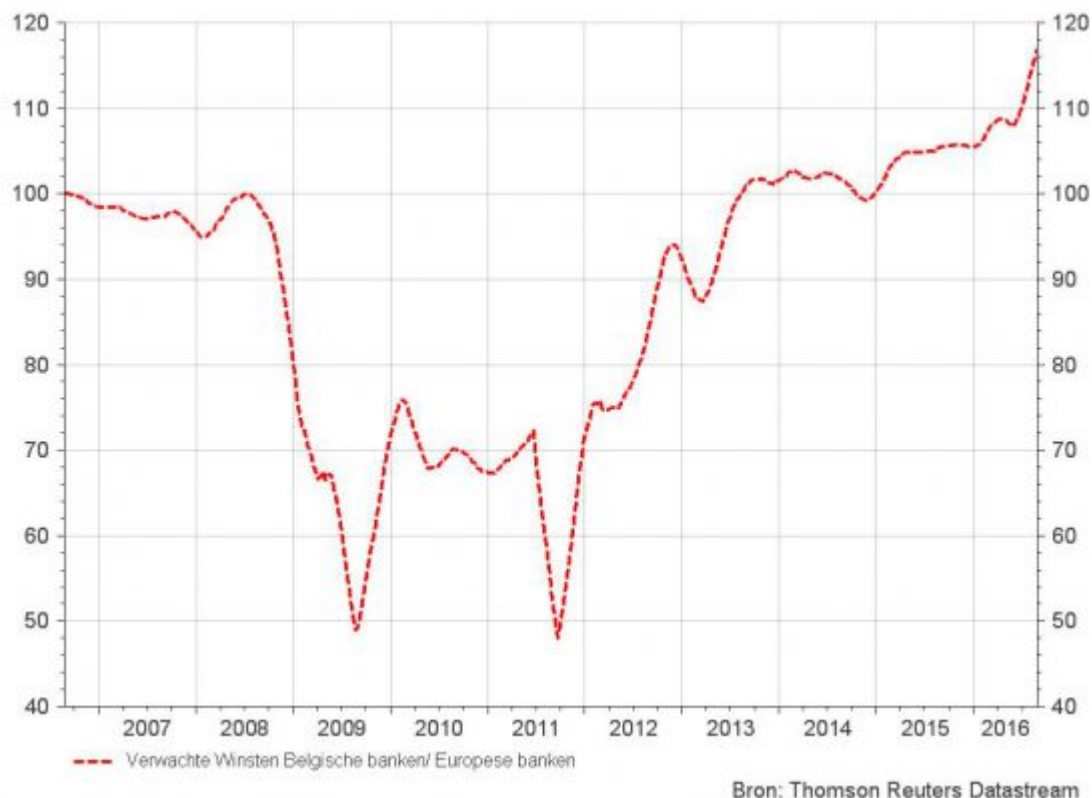
Grafiek 3: Evolutie van de totale Belgische verwachte bedrijfsresultaten ten opzichte van de Europese verwachte bedrijfsresultaten van beursgenoteerde bedrijven (MSCI)



Maar deze overconcentratie in de financiële sector verklaart zeker niet alles. De situatie wordt zo mogelijk nog pijnlijker wanneer blijkt dat deze overconcentratie niet alleen betrekking had op de slecht presterende sector op zich, maar dat de individuele Belgische beursgenoteerde banken binnen de zwakste scorende deelindex een veel scherpere terugval kenden dan een gemiddelde Europese financiële instelling, zoals overduidelijk blijkt uit grafiek 4.

Dit duidt er alleszins op dat de risico's die aan de basis lagen van het debacle van 2008, op disproportionele wijze aanwezig waren in het bestek van de Belgische grootbanken. Om de macro-impact zo mogelijk scherper te stellen, moet hierbij tevens in beschouwing worden genomen dat in weinig andere landen de verhouding tussen bancaire activa en het BBP van het betrokken land zo groot was als in België. De ratio bancaire activa ten opzichte van het Belgische BBP bedroeg op dat moment 350 %, vandaar dat een debacle in de banksector niet zonder gevolgen kon blijven in de reële Belgische economie.

Grafiek 4: Relatieve evolutie van de beursgenoteerde Belgische bancaire resultaten ten opzichte van de bancaire resultaten van de Beursgenoteerde banken van de eurozone.



De bedrijfsresultaten van de Europese banksector vielen in de periode 2006 tot 2009 op zich reeds terug met bijna 50 %. Uit grafiek 4 blijkt dat de Belgische beursgenoteerde banken hier nog een additioneel verlies van 50 % aan toe wisten te voegen.

Het mag dan ook niet verbazen dat uit diverse studies van het IMF blijkt dat België wereldwijd aan de kop stond van de rechtstreekse staatsinterventies en onrechtstreekse subsidiëring om de faling van haar systemische banken alsnog te kunnen afwentelen.

Wereldkampioen dus, weliswaar in een nipt sprintduel met o.a. IJsland en Ierland, maar een fotofinish bleek toch niet nodig om de uiteindelijke winnaar aan te duiden.

Een dergelijke terugslag in een substantiële sector die in overgeconcentreerde mate aanwezig is in een beursindex, moet vanzelfsprekend zijn sporen nalaten. Maar ondanks deze wanprestatie (op diverse vlakken binnen het geheel van de organisatie van de Belgische bancaire industrie) mogen we echter van bijzonder veel geluk spreken. De ontaarding bij de grootbanken verspreidde zich immers niet naar de spaarbanken en ook de substantiële lokale beleggingsfondsenindustrie wist de negatieve impact af te weren. De ontrafeling van de financiële sector vertaalde zich in België vooral ook niet in een vastgoedcrisis, in tegenstelling tot Ierland of Spanje waar de speculatieve onderbouw van de vastgoedmarkt de aanleiding vormde tot een diepe terugval van de reële economie (ondermeer door het banenverlies in de bouwsector en de implosie van de huizenprijzen).

Van een dergelijke fatale cascade bleef België echter bespaard. Ook *bankruns* realiseerden zich niet, ondanks de dramatische evolutie van het eigen vermogen van de Belgische grootbanken. De spaarders bleven hun financiële instellingen redelijk trouw en legden zo het fundament voor het toekomstige herstel.

De heroïsche inspanningen van de ECB om de Europese banksector te redden kwamen België dan ook in disproportionele

mate ten goede en verklaren het opvallende gedrag van de bedrijfsresultaten in de recente periode.

Grafiek 5: relatieve evolutie van de totale bedrijfswinsten en bancaire bedrijfswinsten België ten opzichte van de eurozone.

Groen: totale bedrijfswinsten België ten opzichte van de eurozone

Rood: bancaire bedrijfswinsten ten opzichte van de eurozone



Bron: Thomson Reuters Datastream

Intussen zijn de Belgische bankresultaten zelfs boven het Europese gemiddelde gestegen maar in de euforie van deze opwaartse beweging mag de achterblijvende evolutie van niet-financiële bedrijfsresultaten niet uit het oog verloren worden. Grafiek 5 geeft duidelijk aan dat de massale overheidssteun enkel de bancaire waarden heeft hersteld (in verhouding met de Europese concurrenten). De Belgische reële economie draagt echter nadrukkelijk de littekens van het debacle van 2008-2009 en heeft het duidelijk moeilijk om zich in de Europese context te profileren.

Ook inzake de evolutie van de Belgische beursindex zelf is de opgelopen schade grotendeels hersteld. De steunmaatregelen van de ECB kwamen natuurlijk vooral diegenen ten goede die het meest blootgesteld waren aan de bancaire risico's waarvoor de centrale Bank nu (gratis) beschutting bood en vandaar een disproportioneel voordeel veroorzaakten voor landen met een specifieke bancaire problematiek zoals België.

Grafiek 6: Evolutie van de beursindex van België(MSCI) met de eurozone en de bancaire Belgische waarden met hun sectorgenoten uit de eurozone.



De ontwikkeling stelt echter een nieuwe problematiek.

Uit grafiek 5 blijkt dat de Belgische (verwachte) bedrijfsresultaten nog steeds nahinken op de Europese bedrijven maar uit grafiek 6 blijkt dat de beursindex van België een stevige voorsprong heeft genomen op de Europese beursindex. Op zich hoeft dat niet tot dramatische conclusies aanleiding te geven maar het geeft wel aan dat de Belgische beurs opvallend duurder geprijsd staat dan de gemiddelde Europese onderneming.

Uit Tabel 1 blijkt dit inderdaad het geval te zijn, indien we ons concentreren op de Koers/(verwachte) Winst -verhouding van diverse beursindices. Wereldkampioen!

Koers/winst	Tabel 1	Rang
18,0	MSCI INDIA	3
17,5	MSCI U.S.A	4
14,2	MSCI NORWAY	12
13,1	MSCI GERMANY	15
15,1	MSCI EUROPE	11
13,8	MSCI EMU	14
15,2	MSCI NETHERLANDS	10
20,1	MSCI BELGIUM	1
16,1	MSCI UNITED KINGDOM	8



Toch Europees kampioen!

15,4	MSCI SWEDEN	9
12,6	MSCI SPAIN	16
12,2	MSCI ITALY	17
13,9	MSCI FRANCE	13
16,5	MSCI FINLAND	5
16,3	MSCI PORTUGAL	7
18,1	MSCI DENMARK	2
16,401	MSCI IRELAND	6