

De transistorradio had toen nog maar net zijn definitieve commerciële doorbraak gerealiseerd en stond in een blinkend rode bakelietuitvoering te pronken op de keukenkast. In een uithoek van ons taalgebied ging de ontvangst echter met veel gekraak gepaard, zodat regelmatig wel eens afgestemd werd op een Franstalige zender, met een nabijgelegen uitzendmast. Het zesuurjournaal stond er aan te komen en de nieuwslezer begon met het enige hoofdpunt.

Sommige gebeurtenissen zijn dusdanig diep in ons geheugen geprent dat we ons zelfs de kleinste details (menen te) herinneren over het moment dat we de (meestal ongunstige) tijding ontvingen.

Zo weet ik nog exact alle omstandigheden bij de droevige mare dat Bobby Kennedy, Dr. King en John Lennon waren vermoord. De ingetogen stem ook, van een landgenoot die ons op een zonovertogen Spaans terras toefluisterde dat de koning plots was overleden, niet eens zo ver daarvandaan.

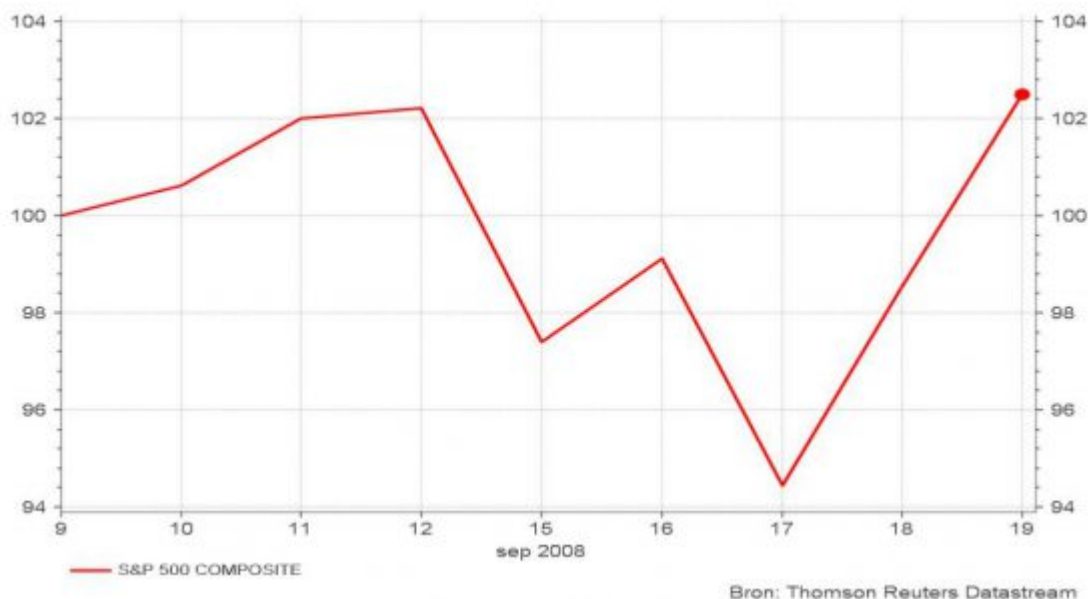
'Le Champion du monde, Jean-Pierre Monseré, est mort ...' zei de nieuwspresentator. Veel dieper kon een nieuwsbericht niet snijden.

We zouden ons daarom dus ook alle details moeten herinneren over het moment dat de zakenbank Lehman Brothers overkop ging. Maar eerlijk gezegd, ondanks onze onmiskenbare interesse in dergelijke gebeurtenissen, herinneren we ons hier nog weinig of niets van. Dit staat in schril contrast met de huidige berichtgeving die aangeeft dat op die bewuste dag in september 2008 zo ongeveer het dak van de financiële wereld op ons hoofd moet zijn ingestort.

*Maar het tegendeel is waar.*

Na een begrijpelijke, initiële schrikreactie bij het binnenkomen van dit nieuws, kwam de volgende dag al vooral de positieve interpretatie bovendrijven. Zonder dat we op dat moment reeds details kenden, was er in algemene zin veel begrip voor de (vermeende) kordate en resolute houding van de Amerikaanse overheid. Hiermee gaf men duidelijk te kennen dat de maat intussen vol was en risicozoekend gedrag, zoals datgene waarmee de investeringspolitiek van Lehman Bros. werd geassocieerd, niet op staatsinterventies of een redding met overheidsgeld kon of mocht rekenen wanneer het uiteindelijk dan toch misliep. *Good riddance ...*

Grafiek 1: Evolutie van S&P index tussen 9 en 19 september 2008



Kijk hierbij even naar de koersontwikkeling van de S&P index in deze periode. Vanzelfsprekend waren de beurskoersen

(vooral dan de bankaandelen, natuurlijk) in de voorafgaande periode al flink de dieperik in gegaan, na de eerdere terugval van de huizenprijzen in de VS. Door de toegepaste financiële hefboomen sloeg deze vastgoedcrisis eerst kraters in de rendabiliteit en vervolgens in de solvabiliteit van Amerikaanse en Europese banken.

In de VS bleek de financiële structuur, met (te) omvangrijke zakenbanken die geen beroep konden doen op de liquiditeitsvoorzieningen van de centrale bank, bijzonder kwetsbaar en van aard om een kettingreactie uit te lokken waar ook de reële economie zware impact van dreigde te ondervinden.

De financiële beleidsmensen wisten dan ook dat veel erger kon worden voorkomen door systematisch de betrokken banken uit het slop te trekken en daarna te verplichten tot zeer doortastende maatregelen, zoals een verplichte overname. Dit kostte (vele) handenvol geld maar in jaren '80 werden zo ook de Amerikaanse spaarbanken van een gewisse ondergang gered, weliswaar met een kostenplaatje van 300 miljard (toenmalige) US dollars<sup>[ii]</sup>. Om de gevolgen van de terugslag van de vastgoedprijzen in 2007 en 2008 op te vangen zou een fractie van dit bedrag ruimschoots hebben volstaan. Het vastgoedprobleem was immers slechts van marginale orde in vergelijking met de eerdere spaarbankencrisis.

De (Amerikaanse) banken die in de problemen kwamen, werden om beurt door de Fed en het Ministerie van Financiën uit het slop getrokken maar dat lokte steeds meer publieke verontwaardiging uit. In normale omstandigheden zou het hier ook bij gebleven zijn, maar de ontwikkelingen speelden zich af tegen de achtergrond van de presidentsverkiezingen die in november 2008 moesten worden beslecht tussen een (toen nog) veelbelovende Democratische kandidaat en wijlen senator John McCain.

De Republikeinen zagen de bui van een zware verkiezingsnederlaag al hangen en waren vanzelfsprekend absoluut niet gediend met de gemakkelijke argumenten die de bankencrisis aan hun opponenten aanreikte. Ook binnen de Republikeinse partij gingen er stemmen op om verdere imagoschade te beperken en minstens ergens één bank niet te redden en aan hun aandeelhouders en schandelijk overbetaald management de volle rekening te presenteren. Ergens moest er een Barbertje hangen in een poging om de politieke positie van McCain (mijlenver achter in de peilingen) te versterken.

*It's a déjà vu, all over again ...*

Indien een dergelijke falings van een bank met de nodige bewarende maatregelen gepaard ging, moest dat niet eens een onoverkomelijk probleem zijn. Men diende hierbij vooral zorg te dragen voor de procedure waarbij de (gigantische) activa op de bancaire balans slechts geleidelijk en goed geordend op de financiële markten konden worden afgewikkeld. Maar ook dat zou geen probleem zijn, mits een goede voorbereiding.

Trouwens, hadden we dat in 1998 al niet eens gehad om het monsterlijk grote hedge fund LTCM van een falings te behoeden? Alle banken (ook de betrokken Europese financiële instellingen) hadden zich destijds akkoord verklaard om de posities van LTCM (van ongeveer 100 miljard US dollar) over te nemen en met grote geleidelijkheid en veel geduld via de financiële markten af te wikkelen. Dit proces verliep vlot en volledig zoals gewenst.

Alle banken? Behalve eentje. Lehman Brothers weigerde in 1998 ostentatief om mee te werken aan het veiligheidsplan en onttrok zich hierbij expliciet aan haar solidariteitsplicht. Dit gebeurde zeer tot ongenoegen van (onder meer) de toenmalige voorzitter van de financiële Senaatscommissie, Nancy Pelosi, toen en nu een Democratisch zwaargewicht.

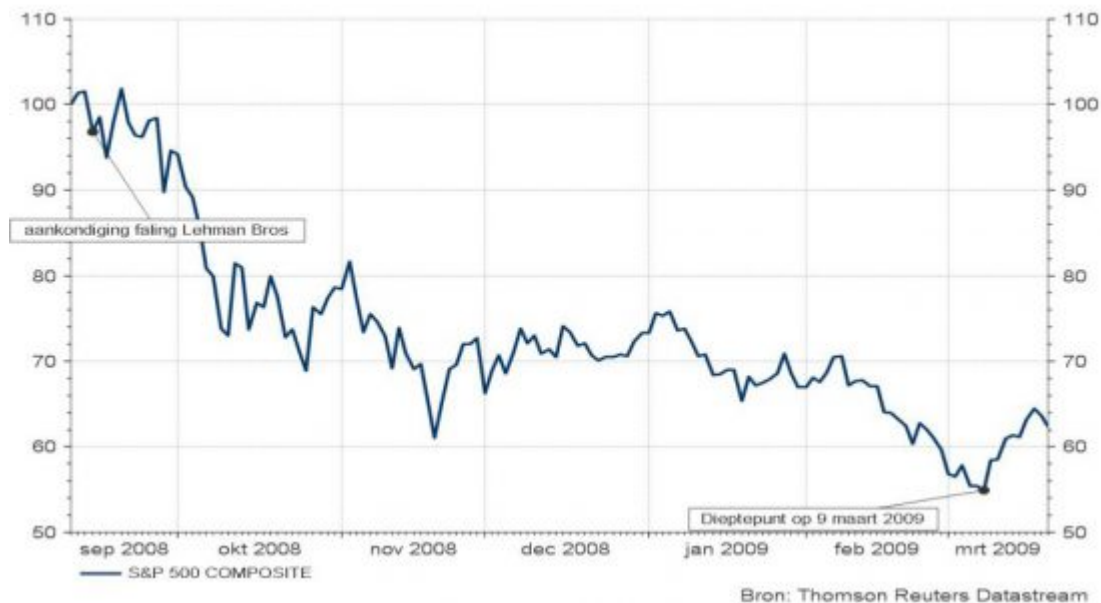
Wanneer ook de redding van Lehman Brothers in september 2008 imminent werd, moest dit zoals alle andere voorgelegd worden aan de bevoegde commissie van het Congres, met als zittende voorzitter ... Jawel.

Alle hulp aan deze zakenbank werd uitdrukkelijk geweigerd<sup>[iii]</sup> en de financiële waarnemers hadden veel begrip voor deze houding. De aanname hierbij was dat de centrale bank en/of het Ministerie van Financiën voorafgaandelijk de nodige bewarende maatregelen hadden genomen. De beurzen stegen opnieuw maar bleven zich bewust van de (zoveelste) stormachtige situatie waarin men zich bevond, maar zonder rekening te houden met de fundamentele, systemische impact die vanaf oktober 2008 zou volgen.

Ongeveer een week na de aankondiging van het bankroet van Lehman Bros. kwam een bleke en stamelende Fed-voorzitter

echter toegeven aan de betrokken overheidscommissie dat er geen enkele voorbereidende maatregel was getroffen om een faling van dergelijke orde van grootte te begeleiden. Toen pas stortte de financiële wereld (tijdelijk) in.

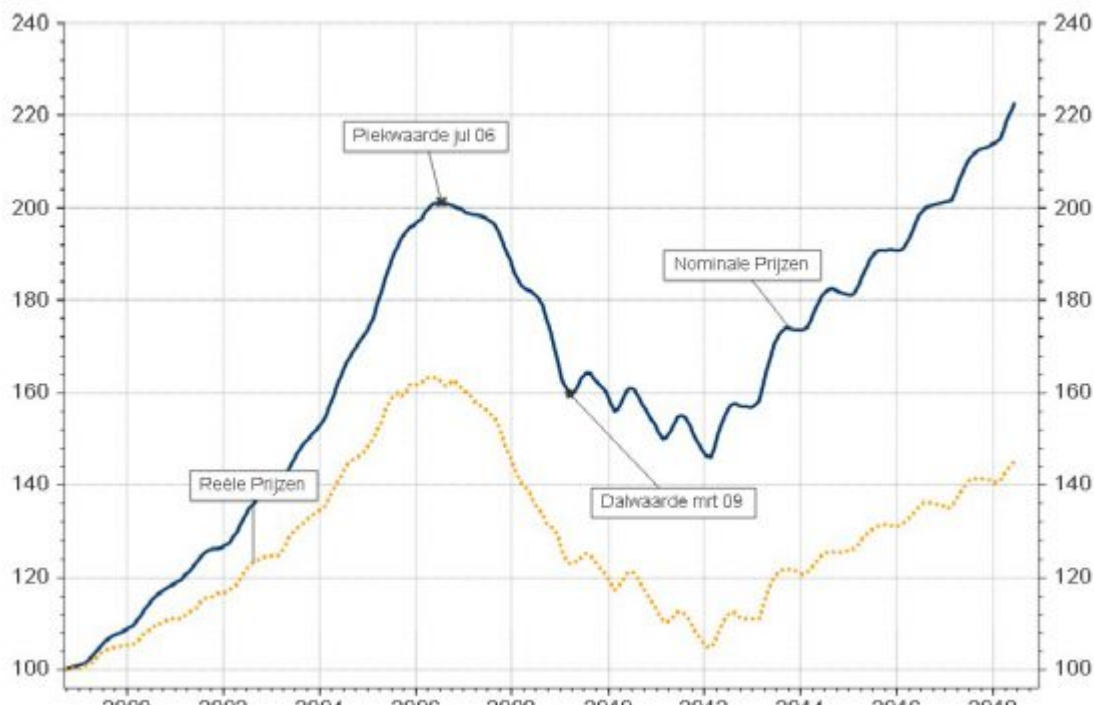
Grafiek 2: Evolutie van de S&P index van september 2008 tot maart 2009



Deze bekentenis zond vervolgens schokgolven door de financiële markten die het hele financiële systeem wereldwijd aan de rand van de afgrond brachten. Indien de posities van Lehman Brothers (meer dan 1000 miljard dollar) zonder begeleiding werden losgelaten, zou dit de markten wereldwijd verstikken. Men had dan het raden naar de waarde van ieder effect dat geen staatswaarborg van een solide land droeg. De markten zonken razendsnel weg in een neerwaartse spiraal die men sedert 1931 niet meer had gezien (en ook niet voor mogelijk had gehouden).

Vanzelfsprekend had iedere analist rekening gehouden met de directe gevolgen van een terugval van de huizenprijzen in de VS, maar dit was al bij al in absolute termen nog beperkt gebleven (het ging 'slechts' om enkele tientallen miljarden US dollar) en in relatieve termen verloor de huizenprijsindex maar 20 % van haar hoogste waarde in juli 2006 tot het dieptepunt in maart 2009. In principe is dit nauwelijks genoeg om ervaren investeerders te verontrusten en zeker niet voldoende om een systemische crisis uit te lokken.

Grafiek 3: Evolutie van de nominale en reële huizenprijzen in de VS over de laatste 20 jaar



Met een dergelijk bankroet (en vooral het onvoorbereide karakter ervan) werd dus geen rekening gehouden. Los van de politieke context zou dit naar alle waarschijnlijkheid ook niet zijn gebeurd, zodat de Fed-voorzitter zelf compleet verrast was door deze politieke beslissing [\[iii\]](#).

*Niet het bankroet van Lehman Brothers was de oorzaak van de epische koersval in 2008 en 2009, maar wel het feit dat de Fed geen enkele voorbereiding dienaangaande had getroffen.*

Het vermijden van een dergelijk debacle in de toekomst mag dan ook niet als onmogelijk worden beschouwd, mits er adequate maatregelen worden genomen bij de afwikkeling van een dergelijk bankroet in de financiële sector.

Bij het peilen naar de ware oorzaak van de financiële crisis van 2008 mogen we ons vandaar ook niet te snel laten leiden door populistische argumenten zoals de graaicultuur, exuberante bonussen of excessieve risico's.

Vrijwel onmiddellijk na de eerste bominslagen op de financiële markten kwamen de OESO en het IMF tot de conclusie dat vooral de pas opgelegde regelgeving Bazel II de kwaliteit van de kapitaalbasis van de financiële instellingen sterk had laten verslechteren en een systeem van risicometing had opgelegd waardoor sommige types van beleggingen ten onrechte als risicoloos werden bestempeld en de banken toeliet hierin quasi ongelimiteerde posities in te nemen. Deze combinatie vormde een explosieve cocktail [\[iv\]](#).

*De Lehman-crisis was een zegen voor sommige Europese grootbanken*

De verkeerde conclusie uit de gebeurtenissen in oktober en november 2008 in de VS was dat Europese beleids mensen ten onrechte meenden dat ook alle Europese banken zonder enige terughoudendheid moesten worden gered. De aandeelhouders verscholen zich hierbij maar al te graag achter de rug van hun bedreigde spaarders en werden (totaal) onnodig mee gered. Hierdoor gingen ze meteen ook vrijuit voor de disproportionele risicoposities die in het verleden werden opgebouwd en waarvan de (zeer hoge) opbrengsten destijds niet naar de spaardeposito's gingen.

Voor hen kwam het bankroet van Lehman Bros. en vooral de hierop volgende chaos, als een zegen. Ook zonder deze onverwachte ontwikkeling zouden de torenhoge risico's die sommige Europese grootbanken hadden opgebouwd een zeer

diepe terugval in hun rendabiliteit en solvabiliteit hebben veroorzaakt, waardoor hun kapitaalbasis zou worden geërodeerd. De redding van dergelijke banken zou zonder de wanordelijke en onoverzichtelijke periode na het Lehman-debacle, in grotere transparantie, onder minder tijdsdruk gebeuren en volledig anders zijn verlopen, met een duidelijke uitspraak over de betrokkenheid van de uitbouw van dergelijke risicodragende posities.

#### *Nie wieder?*

We schatten de kans op een herhaling van al dat fraais eerder beperkt, maar dat valt natuurlijk nooit uit te sluiten en komt steeds op het moment dat dit het minst wordt verwacht.

We zijn hieromtrent eerder positief gestemd. Niet omwille van de intussen genomen maatregelen, want dit is gewoon meer van hetzelfde medicijn dat niet effectief bleek te zijn. Of het kapitaal van een bank nu 2,5 % dan wel 4 % van haar balanstotaal bedraagt (zoals nu wordt beoogd), doet er in een crisisperiode niet veel toe, want men kan dan de waarde van de activa waarschijnlijk op minstens 10 % na niet meer inschatten.

Ons positivisme is veel meer gestoeld op de waargenomen veerkracht van de Westerse economieën en het feit dat men nu alleszins zeer goed weet wat er in dergelijke omstandigheden wel en niet moet gebeuren om een escalatie te vermijden: voorzie de markt van voldoende liquiditeit, werk een resolutieplan uit dat in detail stipuleert hoe een bank die faalt zal worden afgewikkeld en zorg ervoor dat de individuele rotte appels het systeem niet aantasten.

#### *Back to the future*

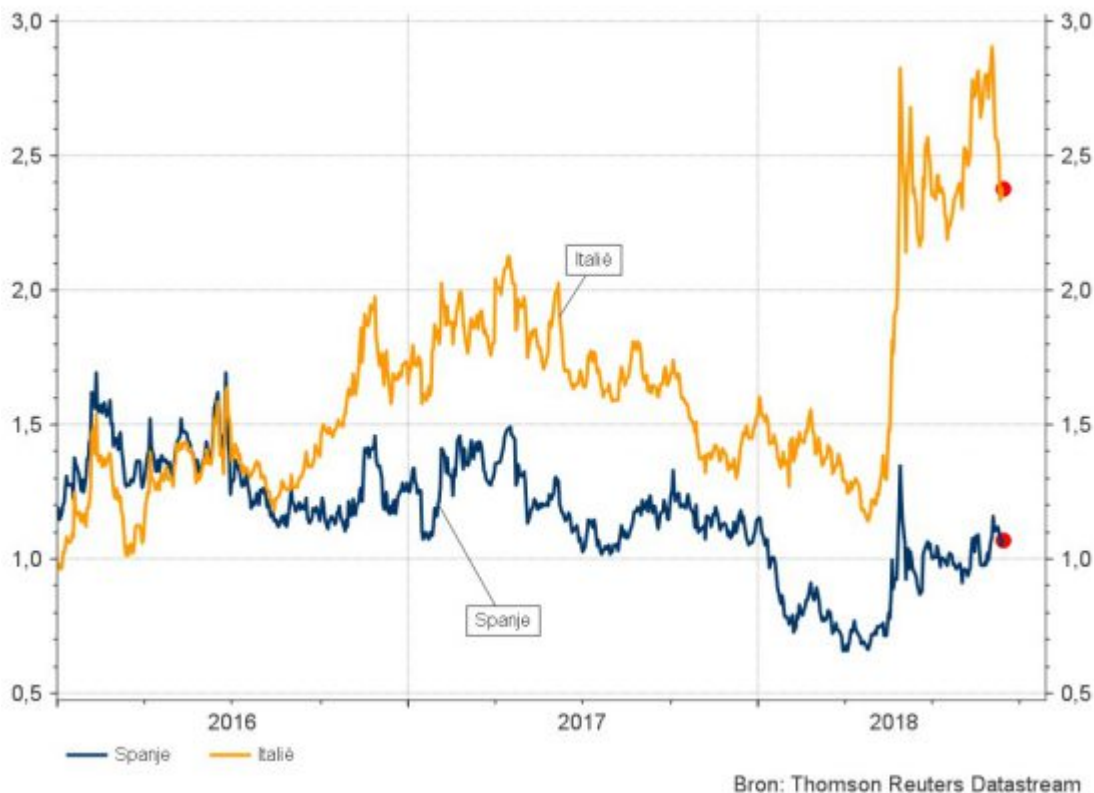
Tien jaar later worstelen de financiële markten met andere gevaren, die tot nu toe echter op veilige afstand kunnen worden gehouden. De langetermijnrente in de VS vertoont wel enig opwaarts potentieel maar deze neiging wordt nog steeds in toom gehouden door de relatief beperkte kerninflatie die zich momenteel rond het ideaal gewaande niveau van 2 % bevindt.

Gelet op de blijvend lage werkloosheidscijfers en vooral de verrassende toename van de uurlonen die is gebleken uit de meest recente werkgelegenheidsstatistieken, zal de Fed echter verplicht worden tot het optrekken van haar beleidsrente in september en (hoogst waarschijnlijk) in december. In het volgende jaar wordt de eerstvolgende toename verwacht in maart of mei 2019, waarna men zich (ongeveer) op een neutraal rentepeil zal bevinden, waarbij de economie noch gestimuleerd, noch afgeremd wordt.

De Europese kortetermijnrentetarieven blijven nog tot eind 2019 onder het vriespunt, zolang de kredietgroei geen verdere versnelling vertoont. De langetermijnrente beschikt slechts over een zeer beperkt opwaarts potentieel, zolang de verwachte (kern)inflatie zich niet naar boven weet te hijsen en doelloos blijft rondobbereren rond een niveau van 1,5 %.

Na de sussende uitspraken van de Italiaanse minister van Financiën zijn deze grootste bezorgdheden over het mogelijke anti-Europese avontuur wat weggeëbd, waardoor ook het renteverskil tussen Italië en Duitsland in niet onbelangrijke mate is afgenomen. De 'spread' bevindt zich echter nog steeds op een niveau dat nog een flinke dosis wantrouwen uitstraalt over het huidige regeringsbeleid.

Grafiek 4: Langetermijnrenteverskil van Italië en Spanje met Duitsland (10 jaar Overheid)



De lichte stijging van de US dollarwisselkoers en de hiermee gepaard gaande hogere renteverwachtingen leggen enige druk op de economische ontwikkeling van de meeste groeielanden, maar hier moet de verklaring voor hun zwaar negatieve koersverloop niet worden gezocht. De muntontwikkelingen in sommige landen (zelfs India) vertonen op het eerste zicht enige sympathie met de ontwikkeling van de Turkse lira, maar die landen zoeken vooral aansluiting met de sterk in waarde gedaalde Chinese wisselkoers die, ten opzichte van de US dollar, opnieuw haar koersniveaus van 2008 is gaan opzoeken ter compensatie van de (verwachte) importtarieven naar de VS.

De potentiële escalatie van het handelsconflict met de VS blijft intussen op de groeiemarkten wegen. Wij blijven al sinds geruime tijd quasi volledig weg uit deze contreien (behoudens India en specifieke Chinese keuzes) en blijven vooral de nadruk leggen op de VS en de eurozone, waarbij de thematische selectie een steeds ruimere plaats krijgt, meer bepaald technologie en pharma en zeer specifiek robotica, water, lifestyle en veiligheid. De banksector blijven we zeer expliciet vermijden. Niet zozeer uit vrees voor de ontwikkeling van bancaire risico's (hoewel de Italiaanse en Griekse banken geen al te frisse indruk nalaten) maar wel omwille van de hoge concurrentiële druk op de winstmarges, de moeilijkheidsgraad om met de huidige strategische modellen nog verdere kostenreducties af te dwingen, de sterk verhoogde administratieve verplichtingen en de blijvende druk op de kapitaalbasis vanuit het regelgevende kader.

Onze aandelenposities blijven overwogen en obligaties worden nog steeds gekozen (of aangehouden) uit een selecte groep waar we bewust de nodige risico's opnemen om tot een redelijk rendement te komen, namelijk overheidsobligaties in Portugal, Spanje, Italië en (in mindere mate) Polen en sommige groeielanden, aangevuld met kortlopend papier in de VS en sporadische posities in Nieuw Zeeland en Canada.

**[1]** Om de waarde hiervan te kennen tegen eind 2008, mag u het genoemde bedrag minstens verdubbelen. Een grapjas in de New York Times rekende destijds uit dat met dit bedrag een taxi in Manhattan kon worden besteld naar Jupiter en terug. Plus fooi, voegde hij er fijntjes aan toe. De omstandigheden van het faillissement van deze spaarbanken zijn minstens even wraakroepend en inzake mismanagement even hallucinant als die in 2008.

**[ii]** Eén van de belangrijkste onderdelen van deze zakenbank werd geleid door de neef van de toenmalige president George Walker Bush, de talentrijke George Herbert Walker. Dit onderdeel van Lehman werd vreemd genoeg wél gered... en is nu een erg rendabel beursbedrijf op Wall Street. Dezelfde dag dat Lehman Bros. in falings ging, werd Merrill Lynch overigens wel gered, via een geforceerde verkoop aan Bank of America. Vlak nadien werd ook de verzekeraar AIG van de complete ondergang gered. Er was dus zeker geen geldprobleem.

**[iii]** In de literatuur wordt nochtans dikwijls aangegeven dat de Amerikaanse Centrale Bank zelf deze beslissing zou hebben genomen. Dit komt voort uit het feit dat de Fed en het Ministerie een beurtrol hadden afgesproken. Bij Lehman was het de beurt aan de Fed. Na de feiten verwees de Fed-voorzitter naar wettelijke redenen waarom deze bank niet en andere wel gered konden worden. Deze juridische zaak werd nooit uitgeklaard en werd bij velen op enig ongeloof onthaald.

**[iv]** Het IMF merkte tevens op dat het haar verbaasde om dergelijke grote verschillen te zien tussen diverse landen. Vermits de oorzaak van de crisis gelijk was voor iedereen, was het inderdaad verwonderlijk vast te stellen dat in sommige landen bijna alle banken ten onder gingen en in andere landen geen enkele.