

Om de sparende medeburger, desperaat op zoek naar enig rendement, toch van enige morele steun te kunnen zijn tijdens deze barre tijden, hebben we regelmatig verwezen naar onze berekeningen. Deze gaven ontegensprekelijk aan dat tegen het jaar '25 de kans op een stijging van de Europese kortetermijnrente (en in het zog hiervan, de spaarrente) wat zou kunnen toenemen. Voor een goed begrip: We bedoelden het jaar 2525 ... *if man is still alive*^[ii].

Maar we moeten echter intussen flink wat gas terugnemen.

Op basis van de recente indicatoren over de verwachte economische prestaties in de eurozone, lijkt het meer gepast om de eventuele opwaartse beweging van de beleidstarieven ergens rond het jaar 3535 te situeren. Ten vroegste.

In de komende weken moet de ECB haar beleidsrente zelfs nog verder neerwaarts bijstellen. De enige overblijvende vraag is echter welk beleidsinstrument hiervoor het meest geschikt is.

Grafiek 1: Interbancaire rente en beleidsinstrumenten^[iii] van de ECB (depositorente en repotarief)



Een verlaging van de depositorente naar min 50 basispunten is zeer waarschijnlijk, maar de voordelen hiervan wegen niet meer op tegen de nadelen. Van deze knip in de rente kan immers nog weinig economische stimulans uitgaan, terwijl hierdoor de rendabiliteit van de Europese banken nog verder onder druk wordt gezet. Om dit te vermijden, moet de ECB begeleidende maatregelen uitwerken.

Het gebrek aan substantiële bedrijfsresultaten heeft als rechtstreeks gevolg dat de financiële sector onvoldoende winsten kan reserveren voor de gewenste opbouw van zijn kapitaalreserves. Dat weegt zwaar op de toekomstige solvabiliteit van de Europese banken. Verdere besparingen helpen enigszins om de kostendruk te verlagen, maar om aan de oplopende kapitaalvereisten van de regelgever te voldoen, zullen de banken ofwel kapitaalverhogingen moeten doorvoeren of hun balans laten krimpen.

Van het eerste kan er echter geen sprake zijn^[iii]. Het beursklimaat in de eurozone is hiervoor veel te precair. Heel wat banken noteren daarenboven onder hun boekwaarde waardoor een kapitaalverhoging de belangen van de bestaande aandeelhouders te drastisch zou verwateren.

Als enige optie blijft dan nog over om de bankbalans te laten krimpen. De kapitaalratio die wordt opgelegd kan immers ook worden bereikt door de bancaire activa (zoals kredieten en beleggingen in overheidsobligaties) te laten dalen, in verhouding tot een constante kapitaalbasis. Bij voorkeur worden dan die activa afgebouwd met de zwaarste risicoweging

en dat zijn onder meer kredieten aan KMO's [\[iv\]](#) waardoor de grootste werkgevers in de eurozone steeds moeilijker aan financiering geraken, ondanks de overvloedige liquiditeiten die de ECB ter beschikking wenst te stellen.

Daardoor worden alle inspanningen van de ECB om de economische groei in de eurozone te stimuleren, meteen in de kiem gesmoord. De nieuwe bancaire regelgeving verhindert vandaar de vlotte doorstroming van de karrevrachten liquiditeit die de ECB over de afgelopen jaren in haar economie trachtte te injecteren.

Dit wordt overigens door de internationale bancaire regelgever niet ontkend maar er wordt een hoger doel vooropgesteld, met name dat de risico's in de banksector in belangrijke mate moeten worden gereduceerd. Met de gebeurtenissen van 2008 nog vers in het geheugen lijkt niemand aan het nut van een dergelijke doelstelling te twijfelen. Hoewel ... was de epische terugval in 2008 wel te wijten aan het nemen van *te veel* risico of kwam het eerder door het nemen van *verkeerde* risico's? En kunnen we dit type risico nu dan beter detecteren?

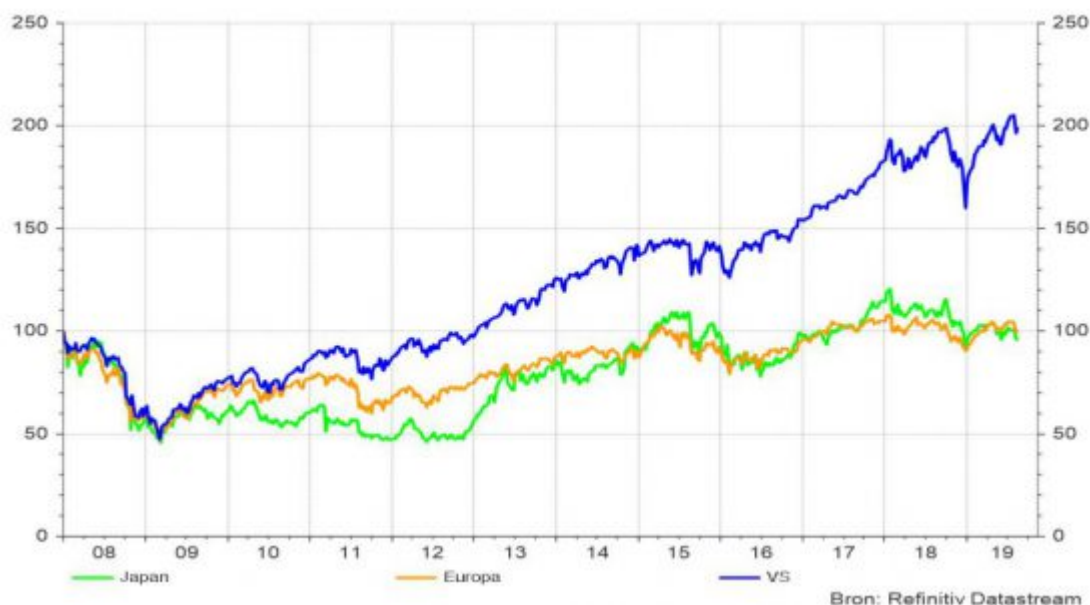
Of was het niet eerder een gevolg van een verkeerde politieke keuze om tijdens de toenmalige verkiezingscampagne in de VS, uit evidente electorale redenen, Lehman Brothers failliet te laten gaan, zonder aan een begeleidingsplan te denken?

In het debacle dat volgde, werd er in de eurozone al te gemakkelijk [\[v\]](#) vanuit gegaan dat geen enkele grootbank in falingsmocht gaan en dit ondanks de manifest falende strategie gebaseerd op verkeerde risico-inschatting.

Het gevolg was echter ook dat de Europese bancaire sector niet werd uitgezuiverd zoals dat na een flinke pandoering in andere bedrijfstakken wel het geval zou zijn geweest. Ieder nadeel heeft immers zijn voordeel.

De grondige opkuis bleef uit, net zoals dat een decennium eerder bij Japanse banken ook werd uitgesteld, vooruitgeschoven en uiteindelijk afgesteld. Deze opvallende analogie heeft zeker een bijdrage geleverd aan de stelselmatige *Japanisering* van de Europese economie, die zich uit in de vorm van extreem lage rentevoeten en stokkende aandelenbeurzen.

Grafiek 2. Vergelijking van de evolutie van de Amerikaanse, Japanse en Europese aandelenmarkten over de laatste 10 jaar.



De stelselmatige vergrijzing, zowel door dalende geboortecijfers als door de toename van de levensverwachting, blijft hierbij wel de belangrijkste factor in de vertraging van de economische groei in Europa en Japan. De demografische stilstand is overigens verantwoordelijk voor 75 % van de daling van de reële rente over het laatste decennium [\[vi\]](#).

Het is echter onmiskenbaar zo dat de kredietportefeuille van de Europese banken in belangrijke mate aan kwaliteit heeft gewonnen, maar de regelingen om bancaire risico's terug te dringen, dragen een hoge economische kostprijs. Dat is echter niets nieuws onder de zon. Maatregelen om het systemische risico van banken te vermijden, hebben altijd [\[vii\]](#) meer gekost dan de effectieve realisatie ervan, vooral omdat ze steeds gericht zijn op wat er (vermoedelijk) fout liep bij de vorige crisis en niet zijn aangepast zijn aan de gewijzigde omstandigheden van de actuele omgeving.

De ECB zou een directere weg moeten vinden om liquiditeiten rechtstreeks beschikbaar te stellen aan KMO's en particulieren want bij deze houding van de regelgever dreigt een flink deel van de aangeboden financiële middelen gewoon te blijven plakken op de bancaire balansen. Daar worden ze vervolgens weggejaagd door aan de banken een bestraffing op te leggen van 40 basispunten (en binnenkort 50 basispunten) via de negatieve depositierente van de ECB. Dit lijkt allemaal weinig efficiënt. [\[viii\]](#)

De economische weerslag hiervan is veel groter in de eurozone, waar 70 % van de externe financiering van KMO's afkomstig is van bancaire leningen. In de VS bedraagt deze afhankelijkheidsgraad slechts 40 %. Daarenboven werd de banksector veel doortastender aangepakt in de VS en was de schade veel kleiner. In de VS waren de banken pas later begonnen met de invoering van de beruchte Bazel II-richtlijn en bleven ze daardoor gespaard van de ergste gevolgen ervan.

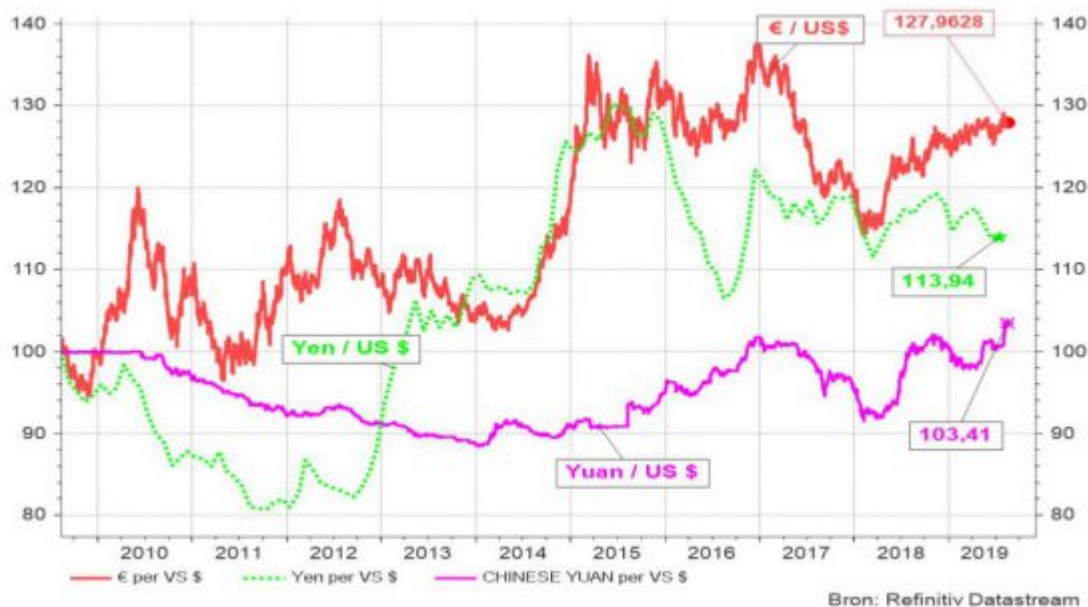
De impact van de banksector op de Europese economie is daarenboven sowieso veel groter. De grootbanken hadden in Frankrijk, België, Nederland of Duitsland immers een balanstotaal dat driemaal groter was dan hun bnp. In de VS bedroeg dat 'slechts' 70 %. Dat is verhoudingsgewijs toch viermaal minder ...

Dit vormt één van de vele redenen waarom de Amerikaanse economie (en dus ook haar financiële markten) het veel beter doet dan de eurozone. Hogere productiviteit, doortastende technologische vooruitgang, een generaties lang volgehouden consequent concurrentiebeleid en een gezonde demografie zijn maar enkele elementen waarmee deze voorsprong werd uitgebouwd. De Amerikaanse aandelenindex heeft het laatste decennium dan ook een merkwaardige voorsprong uitgebouwd op zijn Europese concurrenten. Over het laatste decennium verdubbelde de aandelenindex in de eurozone in waarde (dividenden meegerekend). Maar deze toename met 100 % verbleekt bij de stijging van de returnindex van de Amerikaanse waarden (S&P composite) met 250 % in VS \$ termen en zelfs met 350 %, uitgedrukt in euro.

Dit laatste wijst vanzelfsprekend ook op de sterke prestatie van de dollarkoers over deze periode. Tegenover de euro verdapperde de VS \$ met 27 %, maar ook ten opzichte van de yen verstevigde de Amerikaanse munt met 14 %. Vreemd genoeg bleek de Chinese wisselkoers, die slechts 3,5 % in waarde daalde, nog het meest stabiel over de laatste 10 jaar ... Maar aan die stabiliteit trachtte president Trump nu definitief een einde te stellen door zijn aangekondigde chaotische verhoging van de importtarieven.

Gelukkig hielden de Chinezen het hoofd koel en kon, nadat de Amerikaanse president zijn ondoordachte tariefaanpassing uitstelde tot december, de wisselkoers van de yuan stabiliseren.

Grafiek 3: Geïndexeerde evolutie van de wisselkoers van de euro, yen en yuan ten opzichte van de US \$.



Oplossingen voor de economische malaise in de eurozone zijn snel te bedenken maar moeilijk uitvoerbaar in het politieke lappendeken dat wordt gevormd door de verschillende deelnemende landen aan de muntunie en de ongebreidelde en energieverblindende neiging tot regelgeving.

Op enige soepelheid van de bancaire regelgever kan zeker niet gerekend worden. Alle hoop is nu gericht op diverse begeleidende maatregelen die door de Europese Commissie worden uitgewerkt om kredieten rechtstreek(ser) bij bedrijven te brengen, zonder langs de sterk vertragende banksector te moeten passeren.

De beursontwikkeling wordt momenteel zwaar gehinderd door de onzekerheid over de gevolgen van de brexit, de kans op een nieuwe financiële rebellie in Italië, de potentiële escalatie van de betogingen in Hong Kong, de agressieve handelsoorlog tussen Japan en Zuid-Korea, de schuivende Chinese wisselkoers en het intussen uitzichtloze handelsconflict tussen de twee grootste wereldeconomieën. Door het Chinees-Amerikaanse handelsconflict is de exportgevoelige Duitse industrie intussen ergens tussen hamer en aambeeld terecht gekomen met een krimpende economie tot gevolg.

Nochtans creëert de openlijke vijandschap tussen de VS en China ook opportuniteiten voor Europese exporteurs die hierdoor vlottere toegang tot de Chinese markt zouden moeten krijgen. Laat u dus niet te snel uit uw lood slaan door deze opeenstapeling van slecht nieuws.

Het tegengewicht wordt immers gevormd door de extreem lage rentevoeten, zowel op korte als op lange termijn, de riante risicopremies op de aandelenbeurzen en het feit dat in sommige landen de bedrijfswinsten nog steeds toenemen, zij het tegen een bescheiden tempo en beperkt tot het selecte clubje bestaande uit de VS, Zweden, Zwitserland en Nederland. U hoeft dus niet lang te raden waar wij onze aandelenposities uitbouwen.

De kansen op een recessie, zelfs in de VS, zijn de afgelopen weken echter onmiskenbaar toegenomen. Vooral de rentecurve (die wordt gevormd door het verschil in de rentevergoeding op 10 jaar en 1 jaar) in de VS heeft intussen een schrikbarend laag niveau bereikt, waarbij zelfs het historische gevaarlijke niveau van -0,12% werd overschreden. Wanneer dit nog enkele dagen aanhoudt, dan lijkt dit erop te wijzen dat een recessie binnen een drietal kwartalen nog moeilijk te vermijden zal zijn. Maar gegeven de quasi-zekerheid dat de Fed de rente op het einde van september opnieuw met 25 basispunten zal verlagen (en wellicht nog eens in oktober), kan dit signaal voorlopig nog even worden genegeerd.

Maar President Trump weet dat de enige hindernis op het parcours naar zijn herverkiezing wordt gevormd door een potentiële recessie in 2020. Vandaar zijn paniekerig ingrijpen op de timing van zijn eerder afgekondigde tariefverhogingen, die de kans op een recessie in de VS aanzienlijk hadden doen toenemen. Trop was duidelijk te veel ...

Alle problemen die de financiële markten momenteel in hun ban houden zijn politiek geïnspireerd en zijn het gevolg van ondoordachte kortzichtige beslissingen of ongezonde profileringsdrang. Die kunnen vrijwel ogenblikkelijk worden weggewerkt wanneer er tekenen zijn van enige redelijkheid en een constructieve houding, zelfs al is dat niet van harte.

Door een uitstel aan te kondigen van de nieuwe tariefverhoging geeft de Amerikaanse president een positief signaal in die richting. Onder zijn vreemde kapsel houden zich klaarblijkelijk toch voldoende hersencellen schuil om in te zien dat verdere tariefverhogingen averechts werken, vermits China deze met beperkte wisselkoersaanpassingen (gemakkelijk) kan neutraliseren. China heeft de handelsoorlog gewonnen. Hoe sneller de VS er zich bij neerlegt, hoe meer baat ze daarvan zullen hebben.

Wordt vervolgd. Wij wensen u een paar stevige zeemansbenen op deze woelige baren. Ze zullen van pas komen.

[i] Dit laatste om de tekst van de enige wereldhit van het duo Zager & Evans 50 jaar na datum even terug in herinnering te brengen.

[ii] Zeer kort door de bocht kunnen we de depositorente omschrijven als de rentevergoeding die men ontvangt wanneer een bank haar exces liquiditeit moet beleggen bij de ECB. Dit tarief bedraagt echter -0,4%. De repo-rente is het tarief dat men moet betalen wanneer men ontleent bij de ECB en bepaalde waarborgen aflevert.

[iii] Niet beursgenoteerde banken of banken die over de geschikte structuren beschikken kunnen hun kapitaal op alternatieve wijze eventueel verhogen door de uitgifte van coöperatieve aandelen die een nominale waarde dragen. De kostprijs hiervan is echter momenteel relatief hoog.

[iv] Dit treft vanzelfsprekend vooral KMO's met lagere kredietratings. Dit zijn vooral de jongere of meest groeigerichte bedrijven.

[v] Het argument dat bij de realisatie van systeemrisico zowel de goede als de slechte banken worden meegezogen en men vandaar alle banken zonder onderscheid kan redden, is gebaseerd op een fabeltje. Er is geen enkele aanwijzing dat dit in het verleden ooit is gebeurd. Een overheid moet zich vandaar concentreren op de afscherming van de (weerloze) depositohouders en niet de aandeelhouders beschermen van die banken die duidelijk de verkeerde risico's hebben genomen.

[vi] Zie Bank of England Staff Working Paper No. 701: Demographic trends and the real interest rate Noëmie Lisack, Rana Sajedi and Gregory Thwaites December 2017

[vii] FED Chicago Economic perspectives 2000: Banking and currency crises and systemic risk:

Lessons from recent events George G. Kaufman

[\[viii\]](#) Misschien dat wetenschappers in het jaar 3535 zich zullen buigen over dit probleem om de vraag te beantwoorden hoe het in hemelsnaam mogelijk is geweest dat een centrale bank er na een injectie van duizenden miljarden euro niet in slaagde haar economie een hoger toerental op te leggen. Ze kunnen hier het antwoord lezen.