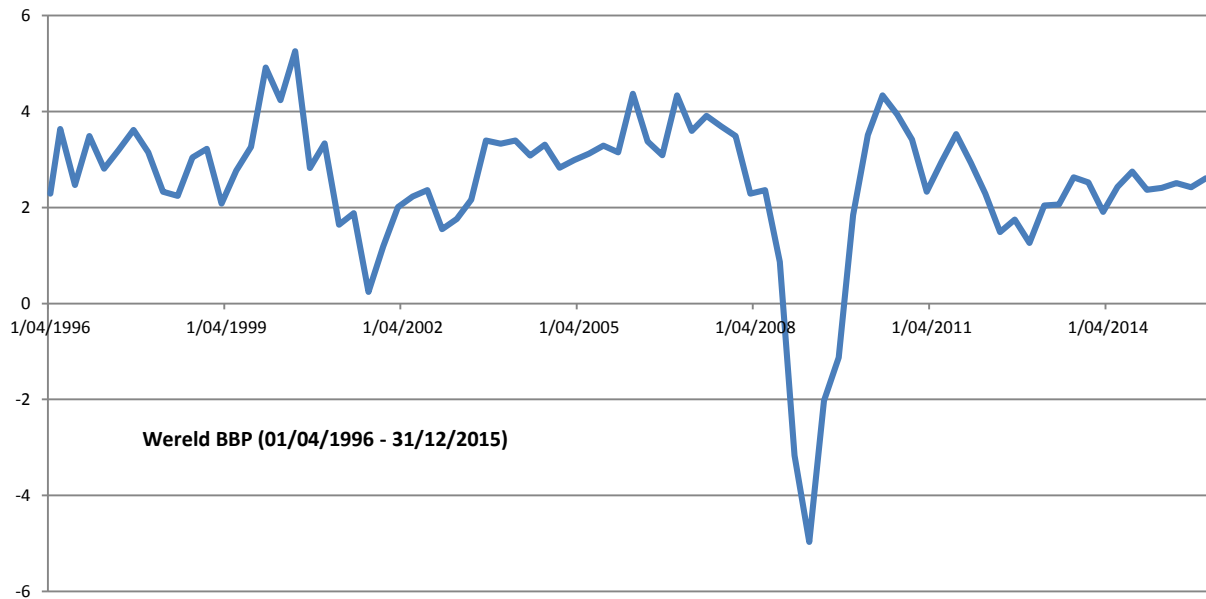


OPINIEBIJDRAGE (update april 2016)

De Europese Centrale Bank: trotse architect van een toekomstig financieel armageddon

Toen ik in het najaar van 2009 in mijn eerste beleggersboek ('Slim beleggen in barre tijden', Standaard Uitgeverij) de centrale banken leerling-tovenaars noemde, was dit niet kwaad bedoeld. Zonder hun ingrijpen (maximaal verstrekken van liquiditeiten, ultralage rentevoeten, opkopen van allerlei effecten...) zou naar alle waarschijnlijkheid de wereld in een langdurige depressie zijn terecht gekomen. De toenmalige ingrepen van de grote centrale banken in combinatie met relanceplannen wereldwijd, droegen snel vruchten. Al midden 2010 bereikte de wereldwijde economische groei opnieuw die van voor de scherpe recessie van 2008-2009 (zie onderstaande grafiek, groeipercentage op jaarbasis, bron: Bloomberg).



De groei viel sinds 2010 weliswaar terug, maar is vandaag wederom in lijn met de toestand van voor de financiële crisis. In het licht hiervan, wekt het verbazing en ongeloof dat de centrale banken meer dan ooit een ultrasoepel beleid blijven volgen. **Vanuit macro-economisch oogpunt is het koppig doorgaan met een monetaire politiek van nooit geziene versoepeling simpelweg onverantwoord** (zie het continue herstel van de wereldwijde economische groei). Bovendien, laten we ernstig blijven. Ieder gezond bedrijf kan een basisrentetarief van 2% à 3% moeiteloos verteren, net zoals dat de voorbije eeuwen het geval was. **De monetaire politiek van de centrale banken dient bijgevolg andere doelstellingen dan het bevorderen van de economische groei** (zie verder).

De koppig volgehouden politiek van ultralage tot negatieve rente en enorme kwantitatieve versoepelingen resulteert nu al in zware speculatieve uitwassen en is de garantie voor groot toekomstig onheil op de financiële markten, waarbij de crisis van 2008-2009 klein bier zal blijken te zijn. De grote centrale banken lijden duidelijk aan acuut geheugenverlies. Weg is de herinnering aan de lage rentevoeten en de overmatige kredietverlening die geleid hebben tot het springen van de enorme huizenbel in Japan in 1989, tot het creëren van de TMT luchtspiegeling begin 2000 en tot het stratosferisch opblazen van de Amerikaanse woningprijzen in 2007-2008... Na de Fed, de Bank of England (BoE), de Bank of Japan (BoJ) en de Zwitserse Nationale Bank (SNB), is het vandaag de Europese Centrale Bank (ECB) die het voortouw neemt. Nadat ze in maart 2015 al had beslist o.m. tot het maandelijks opkopen voor 60 miljard EUR overheidsobligaties uitgegeven door eurolanden, is ze op 10 maart 2016 in 'overdrive' gegaan. Ze verlaagde de basisrente tot 0,00% (komende van 0,05%), ze rekent de commerciële banken een 'boete' van 0,40% aan wanneer deze instellingen op zeer korte

termijn geld bij haar deponeren, en biedt commerciële banken de mogelijkheid om bij haar kredieten op te nemen op maximaal 4 jaar tegen soms een negatieve rentevoet (m.a.w. de ene maatregel holt de andere uit). Maar, vooral, ze verhoogt haar aankopen van overheidsobligaties van 60 miljard EUR tot 80 miljard EUR en dit tot einde maart 2017. Deze laatste maatregel houdt in dat de ECB van maart 2015 tot en met maart 2017 voor 1.680 miljard EUR overheidsobligaties zal hebben opgekocht. Hoewel het een open vraag blijft waarom precies voor deze bedragen en termijn werd gekozen (misschien is dubbel zoveel op half zoveel tijd veel werkzamer...), werd de uitbreiding van dit programma door de financiële wereld opnieuw op handengeklap onthaald. Weliswaar minder uitbundig dan in maart 2015, maar toch in de verwachting dat hierdoor eindelijk de economie weer sterk aantrekt en de inflatie oploopt.

Uiteraard hoop ik evengoed dat de Europese economie sterk opleeft. **Maar ik blijf uiterst sceptisch wat betreft de efficiëntie van de door de ECB afgekondigde maatregelen.** De ECB dicht zich schijnbaar bovennatuurlijke krachten toe. Haar arsenaal is beperkt tot een monetair instrumentarium - dat ze weliswaar op een nooit geziene schaal inzet - maar dat per definitie geen enkele impact heeft op de structurele problemen waarmee de economie van de eurozone worstelt, te weten de snelle veroudering van de bevolking, de rigide arbeidsverhoudingen en -structuren en een veel te groot overheidsbeslag. Wat de zaken nog een stuk erger maakt, is dat de huidige monetaire politiek van de ECB al sinds ongeveer 25 jaar in Japan wordt toegepast, zonder dat dit de Japanse economie terug op het goede spoor heeft kunnen zetten. Dus niet alleen lijdt de ECB aan geheugenverlies, ze is op de koop toe blind voor het voorbeeld van andere landen. **Tenslotte kan niemand ernaast kijken, dat de maatregelen waartoe ze in maart 2015 had beslist, te weinig effect hebben gehad. Immers, waarom anders een reeks nieuwe maatregelen afkondigen?**

Een van de hoekstenen van de moderne economisch-financiële theorie is het rentebegrip. Rente is de kost die iemand betaalt of het inkomen dat iemand krijgt wanneer hij/zij leent, resp. ontleent. Rente is een essentiële factor bij het evalueren van investeringsbeslissingen, dicteert voor een groot stuk het gedrag van de financiële markten (zie de hausse sinds maart 2009 van de meeste aandelenmarkten) en is de bepalende factor bij het evalueren van risico. De Moderne Portefeuilletheorie (MPT) en het Capital Asset Pricing Model (CAPM) geformuleerd door Sharpe en Markowitch (Nobelprijzen economie 1990) hechten grote waarde aan het rentebegrip. Hoewel deze theorie vandaag onder druk staat, wordt ze nog steeds door veel financiële spelers (bij gebrek aan beter...) gevolgd. Onder meer het risicobeheer van quasi alle financiële instellingen is erop gebaseerd. Binnen deze theorieën is de risicoloze rente een sleutelbegrip. Ze is de minimum vergoeding die ter beschikking staat zonder het nemen van enig risico. Wanneer een investering moet worden beoordeeld, wordt de verwachte opbrengst vergeleken met de risicoloze rente. Immers, een investering is slechts zinvol indien ze meer rendeert dan wat men zou verdienen door geen enkel risico te nemen. **Welnu, dergelijke vergelijkingen zijn zinloos zo de risicoloze rente negatief is, wat vandaag het geval is voor termijnen tot soms 10 jaar.** Zo de risicovrije rente bijvoorbeeld -0,20% bedraagt (wat vandaag het geval is voor Duits overheidspapier op 7 jaar), dan is een investering die uitzicht biedt op een rendement van -0,10% in theorie best verdedigbaar. Dit is natuurlijk je reinste onzin. Maar tegelijkertijd is dit is een open uitnodiging - met de groeten van de ECB - om zwaar te speculeren, en dit niet alleen in de private sector. Het volgende voorbeeld illustreert dit. België ontleent vandaag op 5 jaar tegen een rente van -0,23%. Anders gesteld, België - een land met een totale overheidsschuld die tot de hoogste van de eurozone behoort - krijgt van de obligatiebelegger geld cadeau omdat het zo vriendelijk is om nog meer schulden te maken. De verleiding om onder die omstandigheden de schuldenberg te verhogen en op die manier het begrotingstekort te verminderen, moet groot zijn (want hoe meer schulden men maakt, hoe minder men dankzij de negatieve rente aan de obligatiebelegger moet terug betalen). Gelukkig bestaat de EU regel nog steeds die stelt dat de totale overheidsschuld 60% van het BBP niet mag overschrijden. Maar ik vrees dat deze rem op het creëren van extraschuld sterk zal worden versoepeld. Zo is het Spaanse overheidstekort over 2015 met 5,2% van het BBP een stuk slechter dan verwacht: met de EU was 4,2% overeengekomen. Hoe dan ook zijn er nu al nauwelijks landen uit de

eurozone die de 60% regel respecteren (de uitzonderingen zijn Finland, Luxemburg en de Baltische staten).

Zo de ultralage tot negatieve rente als een malse regen is voor de noodlijdende overheidsfinanciën, is ze een vloek voor grote delen van de reële economie. **De gevolgen van de rentepolitiek van de ECB voor de gezondheid van commerciële banken, verzekeringen en pensioeninstellingen zijn groot.** Weliswaar stijgen de koersen van euro-obligaties tot nooit geziene hoogten, hetgeen resulteert in grote meerwaarden op deze effecten in de mate dat ze een lange duration hebben en een hoge rentevoet. Maar deze meerwaarden smelten weg naargelang de eindvervaldag nadert. Een keer deze obligaties met hogere rente afgelost, kan men de vrijgekomen gelden slechts beleggen in nieuwe stukken met een heel wat lagere, tot zelfs negatieve rente. **Het verdienmodel van banken en verzekeringsinstellingen** die leven van de intermediatiemarge (het verschil tussen betaalde en ontvangen interesten) **staat hierdoor onder druk**, terwijl verzekeraars hun nochtans contractueel vastgelegde verplichtingen in de toekomst niet meer zullen kunnen honoreren. Dit besef heeft inmiddels de aandelenmarkten bereikt. Zo presteert de MSCI Europe Financials index tijdens het eerste kwartaal 2016 ongeveer 10% slechter dan de EuroStoxx50 index. Tenslotte is de schade zeer groot voor privébeleggers die kapitaalbescherming hoog in het vaandel dragen, laat staan die moeten leven van de renteopbrengst van hun beleggingen. Hun reactie is veelal nog meer te gaan sparen (wat het historisch maximum verklaart van de inlagen op Belgische spaarboekjes) zodat hun beschikbaar rente-inkomen hetzelfde blijft. Voor deze belangrijke groep consumenten, is het vanzelfsprekend dat de monetaire politiek van de ECB contraproductief is: een ultralage rente is repressief en drukt op het verbruik op dezelfde manier als zou men de Btw met enkele procentpunten verhogen.

Het voorgaande illustreert ten overvloede dat de huidige monetaire politiek van de ECB op een nooit geziene manier de grondvesten zelf van ons economisch bestel ondergraaft.

Daarom pleit ik voor een totaal andere aanpak. Op de eerste plaats is het ongezien in een democratie dat een centrale bank maatregelen treft die ingaan tegen het algemeen belang, in casu het uithollen van het rentebegrip, een van de hoekstenen van ons economisch stelsel. In theorie is de ECB een onafhankelijke instelling, die wars van enige politieke interventie haar beleid uitstippelt. In de praktijk komt de monetaire politiek van de ECB vooral de schuldgeile Europese overheden ten goede. De theoretische onafhankelijkheid heeft plaats gemaakt voor een crimineel samenspannen met de armlastige overheden. In 2009 noemde ik de ECB een leerling-tovenaar. Vandaag is de leerling-tovenaar verworden tot een duistere moloch die onze toekomst en die van onze kinderen bedreigt. Corrigerende acties die de bewegingsvrijheid van de ECB aan banden leggen zijn daarom dringend noodzakelijk, al heb ik er om evidente redenen twijfels over dat deze ooit werkelijkheid zullen worden. Nochtans denk ik dat enkele op zich eenvoudige wetgevende initiatieven volstaan.

Een van de meest voor de hand liggende is het invoeren van **een minimum basisrentetarief** (in ECB jargon de 'refirente' genoemd) dat varieert met de looptijd en met het inflatiepeil. Bijvoorbeeld. Zo de inflatie op jaarbasis lager is dan 0,5% (dus ook bij deflatie), bedraagt de minimumrente op korte termijn (tot 1 jaar) eveneens 0,5%. Naargelang de inflatie hoger oploopt, stijgt de minimumrente (met 0,1% zo de inflatie met 0,1% stijgt). Hetzelfde gebeurt zo de termijn verlengt (bijv. eveneens met 0,1% per extra jaar). Een krediet of geldmarktbelegging op een termijn van bijv. 5 jaar en bij een inflatie van 0,3%, zal dan een minimumrente dragen van 1,00%. In dit verband moet ik onderstrepen dat veel economen en analisten uit het oog verliezen dat een ultralage rente een temperende invloed heeft op inflatie (ze wisselen oorzaak en gevolg om). Daarom zal het invoeren van een minimumrente de economische activiteit niet afremmen, wel integendeel. Hogere renteopbrengsten zullen enerzijds een hogere consumptie mogelijk maken (zie hoger), terwijl lange termijnbeleggers zoals verzekeringsinstellingen hun verplichtingen gemakkelijker zullen kunnen nakomen.

Een tweede maatregel is het invoeren van **wetgeving die het balanstotaal van de ECB functie maakt van de economische groei**. Tot het uitbreken van de crisis in 2008 was dit ook zo: de groei van het

balanstotaal van de ECB weerspiegelde de groei van het Europese BBP. Sindsdien is het hek van de dam, niet alleen bij de ECB, maar bij alle grote centrale banken. Het opkopen van allerlei effecten mits het creëren van extra geld, leidt echter in de reële economie (de productie van goederen en diensten) niet tot de beoogde effecten. Integendeel, het zijn vooral de financiële markten die er de gunstige gevolgen van dragen (zie de recente hausse van de Europese aandelenmarkten). Of nog: in de Verenigde Staten is de correlatie sinds maart 2009 tussen de stijging van het balanstotaal van de Fed en de hausse van de S&P500 index bijna perfect. Het oppompen van de balans van de ECB met obligaties van niet altijd goede kwaliteit, komt neer op het socialiseren van slechte bank- en overheidsschulden, terwijl het inflatierisico op termijn er sterk door toeneemt. Vandaag is inflatie geen probleem omdat de omloopsnelheid van het geld (het aantal keer dat de geldmassa op jaarbasis van handen wisselt) historisch laag is, terwijl ook de geldmultiplicator (de geldcreatie door commerciële banken door het verlenen van krediet) verstek laat. Van zodra hierin verandering komt, zal de inflatie (sterk) oplopen. Ook op dit vlak mag men de losgeslagen ECB geen vrij spel laten.

Daarnaast is het noodzakelijk, dat **de bestuurders van de ECB en hun topadviseurs burgerlijk en strafrechtelijk aansprakelijk worden gesteld** zo de door hen getroffen maatregelen op een catastrofe uitdraaien. Zij vervullen een compleet andere rol dan bestuurders in een commerciële onderneming die bij slechte resultaten door hun aandeelhouders worden bedankt, of dan politici die hun herverkiezing riskeren. Het is ronduit verwerpelijk dat een clubje van niet verkozen technici tegen de democratische wil in (zie o.m. Griekenland) zijn wil oplegt in samenspraak met het IMF en de Europese Commissie (beide evenzeer instellingen met een groot gebrek aan democratisch gehalte).

Tenslotte wil ik een lans breken voor chartaal geld (bankbiljetten). In een klimaat van wereldwijde deflatie en rentevoeten die almaar negatiever worden, staan er de modale burger niet veel middelen ter beschikking om zich te verdedigen tegen de gevolgen van de nefaste politiek van o.m. de ECB. Het omzetten van een giraal tegoed (een spaarrekening, een zichtrekening,...) in een stapeltje bankbriefjes dat men op een veilige plaats bewaart, verandert een onzeker banktegoed in harde munt. Een tegoed op een financiële instelling is immers om verschillende redenen onveilig. Op de eerste plaats kan de financiële instelling in financieel noodweer terecht komen. Weliswaar is er de overheidswaARBorg van 100.000 EUR per persoon en per instelling, maar geen enkel euroland kan deze waarborg hard maken zo een systeembank over de kop gaat. Ten tweede circuleren regelmatig geruchten als zou de overheid in een gecoördineerde, 'eenmalige' actie een bepaald percentage van alle spaarrekeningen afroemen met de bedoeling de totale overheidsschuld te drukken. Het vaak gehoorde argument tegen cash geld als zou het terrorisme of het zwart geld circuit aanvuren, is een vals argument: terroristen of fraudeurs poppen zich niet om tot brave burgers zouden er als bij toverslag plots geen bankbiljetten meer bestaan. Ook de zogenaamde 'Panama Papers' (het onderzoek naar het gebruik van offshore structuren) tonen ten overvloede aan, dat cash geld geen noodzakelijke voorwaarde is voor terrorisme en fraude. Mocht de ECB haar rol van beschermheer van het algemeen belang ernstig nemen, dan zou ze het gebruik van chartaal geld eerder aanmoedigen. Al bij al, vertegenwoordigt een bankje van 100 EUR in de hand meer waarde dan een deposito van eveneens 100 EUR bij een financiële instelling. Van het eerste is men zeker; voor het tweede is men afhankelijk van de liquiditeit en solvabiliteit van de financiële instelling waar men het heeft gedeponeerd.

05/04/2016

Mark Scholliers
Bestuurder



FRD

Steenwagenstraat 48 - 1820 Melsbroek - tel. +32 2 245 80 85 - info@frd.be