



Crisis. Welke crisis?

2013/09

28 | 02 | 2013

 MENSEN

 WELVAART

 BESCHERMING



Ivan Van de Cloot
Hoofdeconoom
Itinera Institute

De beursindex Dow Jones bereikte maandag zijn hoogste niveau sinds 2007. In Europa loopt het niet zo'n vaart maar ook bij ons leven de "animal spirits" opnieuw op. Menig belegger zou niet liever dan de bladzijde omslaan en de eurocrisis afdoen als een kwade droom. Er zijn immers waarderingsmaatstaven te vinden die Europese aandelen erg goedkoop doen uitschijnen. Relevanter is dat er nu reeds ook al maatstaven zijn volgens dewelke werkelijke goedkope aandelen heel moeilijk te vinden zijn. Voor echte waardebeleggers zijn er dan wel weinig koopjes te vinden, opportunistische momentumbeleggers zien het al wel opnieuw zitten. Ze worden hierbij aangemoedigd door adviseurs die stellen dat de Eurocrisis een definitieve wending gekregen heeft door de acties van de Europese Centrale Bank.

Tot vorig jaar bleef men immers worstelen met de weerbarstige realiteit dat het vertrouwen in de kredietwaardigheid van Zuid-Europese staten zich maar niet herstelde. Dit zette de deur open voor een motie van wantrouwen tegen hun staatsobligaties met exorbitant hoge rentevoeten in het Zuiden als gevolg. De Europese zoektocht naar een zogenaamde "big bazooka" kon beginnen. Terwijl aanvankelijk een apart reddingsfonds voor Griekenland werd gecreëerd zorgde de besmetting naar andere landen er immers voor dat meer geld nodig was. De Europese leiders bleven echter achter de feiten aanhollen. De markt had immers al zijn eigen berekening gedaan dat indien alle twijfelgevallen in Europa een bailout moesten ontvangen, enkele honderden miljarden euro niet zouden volstaan. In oktober 2011 presenteerde men dan met grote bomba-



Crisis. Welke crisis?

2013/09

28 | 02 | 2013

 MENSEN

 WELVAART

 BESCHERMING

“ *Waarom echter nog discipline als de Centrale Bank toch klaar staat om te kopen?* ”

rie een plan om de noodfondsen op te krikken tot een indrukwekkend bedrag van 1000 miljard euro. Zoals voorspeld maakte dit echter maar tijdelijk indruk. Iedereen zag immers in dat dit een puur virtueel papieren bedrag was dat enkel tot stand kwam omdat landen garanties stelden die zelf beroep moesten kunnen doen op de steun. Zo gauw effectief een groot land zoals Italië of Spanje het zou benutten, zakte heel de constructie als een kaartenhuisje in elkaar. Dit maakte dat de druk op de ECB gigantisch groot werd om toch overstag te gaan.

Nochtans was er een fundamenteel bezwaar omdat iedereen beseft dat sommige staten zoals Griekenland

nooit de volledige schuld terugbetalen. Met als gevolg een niet loutere theoretische kans dat het opkopen van staatsobligaties door de ECB effectief tot verliezen zal leiden. Verliezen die aangezuiverd moeten worden volgens de geëigende verdeelsleutels. Dit impliceert echter een transfer uit het Noorden naar het Zuiden. Dit is echter een beslissing die het mandaat van de ECB ver overstijgt. Alleen de politiek kan hierover beslissen, niet de technocraten binnen een centrale bank. Tot in de zomer van vorig jaar Mario Draghi in een lezing stelde dat de Bank alles zou doen wat nodig was. Toen begreep iedereen dat de bezwaren aan de kant geschoven waren. Eindelijk kon men de oneindige kredietkaart van de centrale bank benutten.

Sindsdien leven we in een soort



Crisis. Welke crisis?

2013/09

28 | 02 | 2013

 MENSEN

 WELVAART

 BESCHERMING

van wittebroodsweken waarbij de rente op de markt van de perifere staatsobligaties sterk gedaald is. Opmerkelijk hoe snel opnieuw bij velen een nieuwe tunnelvisie ontstond. Zo hoorde je overal stemmen bepleiten dat men terug kon evolveren naar de periode voor 2007 toen de Italiaanse staat aan bijna even lage rentevoeten kon lenen als de Duitse staat. Nochtans behoort de markt wel degelijk te differentiëren volgens kredietwaardigheid. Waarom echter nog discipline als de Centrale Bank toch klaar staat om te kopen?

De zeldzame kritische stemmen durven vandaag toch de vraag stellen wat er zal gebeuren als een land werkelijk toegang vraagt tot het systeem van *Outright Monetary Transactions* en vervolgens de voorwaarden verbreekt. De Belgische

gouverneur Luc Coene stelde dat dan de ECB geen andere keus heeft om onmiddellijk de aankoop van de staatsobligaties van het land in kwestie te staken. Gaat de ECB dit echter effectief durven want de kans is groot dat dan de vlam opnieuw in de pan van de eurocrisis slaat? Als de Bank echter door de knieën gaat en toch blijft kopen, dan zal heel snel de discussie met Duitsland en andere landen over de Eurozone opnieuw opflakkeren.

Iedereen die op de hoogte is van de fundamentele instabiliteit in de Westerse economie zal niet verbaasd zijn over het manisch-depressieve karakter van de financiële markten. Onder economen wordt er vaak over details geredetwist zoals de volgende rentestap van de centrale bank. De balansen van de centrale banken zijn ondertus-

sen echter formidabel opgeblazen in zowel de Verenigde Staten als Europa en het Verenigd Koninkrijk. Door de Duitse invloed maar ook de Europese complexiteit zal er in het eurosysteem toch meer reserve blijven tegen het volledig monetiseren van de schulden. In de VS zijn er hiervoor minder obstakels op zowel technisch als maatschappelijk vlak. De financiële markten houden vandaag met deze verschillen nauwelijks rekening maar het staat buiten kijf dat ook dat maar tijdelijk is.

Ivan Van de Cloot

Hoofdeconoom Itinera Institute, een onafhankelijke denktank voor duurzame economische groei en sociale bescherming

Voor duurzame economische groei en sociale bescherming.