

Slechts één goede oplossing voor Dexia

Voor Dexia is er slechts één goede oplossing: een (tijdelijke) nationalisering. In de andere scenario's wordt het verlies gesocialiseerd, terwijl de winst geprivatiseerd wordt. En dat is onaanvaardbaar.

Veel mensen stellen zich na het debacle van Dexia de vraag hoe zo iets kon gebeuren. En wat er gedaan moet worden om een nieuwe bankencrisis te vermijden.

Ja, hoe kon zo iets gebeuren? Er is in eerste instantie de Europese context. De schuldencrisis in de eurozone heeft de banken besmet en ze heeft geleid tot een bankencrisis. Dat was voorspelbaar en voorspeld. Een crisis van de overheidsschuld leidt altijd tot een bankencrisis. De reden is heel eenvoudig. Als de waarde van staatsobligaties daalt, worden de banken altijd getroffen omdat ze de belangrijkste houders van die staatsobligaties zijn.

Men moest blind zijn om het niet te zien aankomen. De Europese leiders, inclusief de Europese Centrale Bank, hebben het ofwel niet gezien, ofwel, als ze het gezien hebben, niet gereageerd. Maar het Dexia-debacle is niet alleen te wijten aan de Europese schuldencrisis. Dexia faalde, omdat het bankmodel van deze instelling faalde. Dat is een model dat traditioneel bankieren en zakenbankieren vermengt. Een model waarbij de bankiers spaarmiddelen ophalen bij het publiek om kredieten aan bedrijven en gezinnen toe te staan, terwijl diezelfde bankiers speculatieve posities opbouwen in financiële markten die de spaarbankhouders met kortlopende schulden op de interbankenmarkt.

De verleiding om dat te doen was bijzonder groot, ook en vooral na 2008. De liquiditeitsvoorzieningen van de ECB hadden de kortetermijnrente op een historisch laag niveau gebracht. Geld op korte termijn kon bijna gratis



Paul De Grauwe

- Is hogeleraar economie aan de KU Leuven.
- Herhaalt wat ook in 2008 gold: er moet een strikte scheiding komen tussen traditionele banken en zakenbanken.
- Vrees dat de overheid opnieuw de kans voorbij laat gaan om het bankmodel te veranderen.

verkregen worden en omgezet worden in beleggingen op heel lange termijn. Een mooie terug leek gegarandeerd.

HEFBOOMFONDS

Dexia was in feite een hefboomfonds dat aan arbitrage deed om te profiteren van een sterk stijgende 'yield curve' (het verschil tussen de rente op de lange termijn en die op de korte termijn). Maar daarmee stelde het zich bloot aan een liquiditeitscrisis. Een liquiditeitskrachte

in de interbankenmarkt werd de bankgroep fataal.

Natuurlijk is het zo dat elke bank op korte termijn ontleent en op lange termijn uitleent. 'Banks borrow short and lend long'. Liquiditeitsrisico is er altijd, zelfs bij het traditioneel bankieren. Wat Dexia echter deed, was dat risico als het ware maximaliseren om zo het hoogst mogelijke rendement te halen. Dat moest wel faliekant aflopen.

Het puin moet nu geruimd worden. Hoe moet dat gebeuren? Er is maar één goede oplossing. Die bestaat erin de bank (tijdelijk) te nationaliseren. Dat is noodzakelijk omdat in de andere scenario's het verlies gesocialiseerd wordt, terwijl de winst geprivatiseerd wordt. Dat is onaanvaardbaar. Aan de belastingbetaler wordt gevraagd bij te dragen in de huidige en toekomstige verliezen.

GEGOKT EN VERLOREN

De overheid moet er daarom over waken dat als er in de toekomst opnieuw winsten worden gerealiseerd (en dat kan als de conjunctuur weer optrekt) die winsten in eerste instantie naar de belastingbetaler gaan. Dus niet naar de aandeelhouders. Die laatste hebben gegokt en verloren.

Een fundamentele regel in het kapitalisme is dat de aandeelhouders van een bedrijf dat failliet gaat niets overhouden. Aandeelhouders weten dat, en worden daarom in goede tijden vergoed met een risicopremie. Als het slecht

gaat kunnen ze zich niet tot de overheid richten om hen voor hun gokgedrag, dat slecht is afgelopen, te compenseren.

Mijn pleidooi voor een nationalisering is dus paradoxaal genoeg een pleidooi om de regels van een markteconomie correct te laten spelen. De lezer zou natuurlijk kunnen opmerken dat we dan ook maar de bank failliet moeten laten gaan. Mijn antwoord is dat dat in het geval van systeembanken niet wenselijk is. De 'collaterale schade' van zo een faillissement is niet te overzien. De overheid is daarom verplicht de bank als entiteit recht te houden. Maar dat betekent niet dat de overheid de aandeelhouders moet sparen.

SCHEIDING

Het fundamentele probleem is nu hoe te vermijden dat we opnieuw belanden in een bankencrisis. Die vraag formuleerde ik ook drie jaar geleden na de bankencrisis van oktober 2008. Mijn antwoord was toen, en is nog altijd, dat er een strikte scheiding moet komen tussen traditionele en zakenbanken. Die laatste kunnen speculatieve beleggingen doen in de financiële markten, maar moeten zich financieren op de kapitaalmarkt.

Als het slecht afloopt met een zakenbank, kunnen we die failliet laten gaan zonder het economisch weefsel aan te tasten. Omdat het faillissement van een traditionele bank wel systemische implicaties heeft, en dus moet worden vermeden, moet zo een bank het verbod opgelegd krijgen beleggingen te doen op de financiële markten.

STAPPEN DOEN

In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zijn wel stappen gedaan richting een scheiding van traditioneel en zakenbankieren. Op het Europese continent, en ook in België, is er niets gebeurd. Met het gevolg dat onze banken gewoon verder gegaan zijn met speculatieve activiteiten.

Zullen we de huidige crisis gebruiken om zo een scheiding door te voeren? Of zal de overheid opnieuw bezwijken voor de druk van de grote banken om geen verandering te brengen in hun businessmodel? Ik vrees dat we de kans die nu we hebben om het bankmodel te veranderen, opnieuw aan ons voorbij laten vervoerd met een risicopremie. Als het slecht

COLUMN

ETIENNE DE CALLATAY

Hervormen? Ja, maar...

Je kan de verantwoordelijkheid voor de financiële crisis aan veel partijen toeschrijven, maar ze ligt voor een groot deel toch bij de - veelal grote - financiële instellingen. Hun structuren, beleid, handelspraktijken en risicobeheer moeten dus worden hervormd. Ze moeten ook een extra bijdrage leveren boven op de gewone bedrijfsbelastingen.

Dat is wel niet zo eenvoudig. We mogen ons niet laten leiden door demagogie en alle schuld in de schoenen van de banken schuiven. Geloven we echt dat enkel de banken extra belast moeten worden om alle begrotingsproblemen op te lossen, en dat de financiële sector maar hervormd hoeft te worden om ons in de toekomst tegen alle crisissen te beschermen? Prudentiële of fiscale hervormingsmaatregelen voor de financiële sector hebben soms een dubbelzinnig karakter. Er moeten minstens vijf dubbelzinnigheden uitgedaard worden bij de uitwerking van de bankhervormingen.



Etienne de Callatay

Moeten de managers van financiële instellingen die in de vuurlinie liggen, opstappen, of mogen ze met hun ervaring op post blijven?

Dubbelzinnigheid 1

Is van menselijke aard. Moeten we wens dat het management van de financiële instellingen die in de vuurlinie van de crisis staan, opstapt, en moeten we hen straffen, of moeten we aanvaarden dat personen met ervaring op hun post kunnen blijven?

Dubbelzinnigheid 2

Betreeft de rendabiliteit. Geven we voorrang aan de bescherming van de consument en de spaarder of laten we integendeel toe dat de banken veel winst maken dankzij een zeer soepel monetair beleid, en (nog altijd aanzienlijk) hefboomeffect en het commercialiseren van winstgevende producten? Als banken met hun winsten reserves aanleggen, verstevigen ze hun balansstructuur en hoeven ze geen nieuw kapitaal aan te trekken.

Dubbelzinnigheid 3

Betreeft de vraag 'wie betaalt uiteindelijk de belasting?' Een extra heffing op plezierbotten heeft meer gevolgen voor de eigenaars en de gespecialiseerde arbeiders van een scheepswaer dan voor de mogelijke kopers. Die laatste kunnen een ander product kopen dat ontsnapt aan die meerbelasting. Hetzelfde geldt voor de financiële sector. Toen de Belgische regering aankondigde dat ze de banken een extra heffing van 0,15 procent van de deposito's als bijdrage voor het waarborgfonds zou doen betalen, maakten de banken duidelijk dat, bij gelijkblijvende omstandigheden, de rentevergoeding van de spaarders in dezelfde mate zou dalen.

Dubbelzinnigheid 4

Betreeft de financiering van de overheden. Volgens de prudentiële regels die voor de financiële instellingen gelden, inclusief de nieuwe regels van Basel III, zijn overheidsschulden bijzonder veilige effecten. Uit de crisis van de perifere landen, maar ook uit de toestand van de Amerikaanse overheidsfinanciën blijkt dat dit een weinig realistische veronderstelling is. Moeten we wens dat de toezichthouders de overheidsschulden minder gunstig beoordelen? Dat zou voorzichtigter zijn, maar het zou de financieringskosten van de landen opdrijven. Dat zou goed zijn voor de spaarders, maar minder goed voor de burgers.

Dubbelzinnigheid 5

Betreeft de kredieten. Het is onmogelijk 'slechte' kredieten te scheiden van 'goede' kredieten, bijvoorbeeld een krediet aan een kmo die niet buitensporig investeert en werk creëert, of een gezin dat leent om een huis te kopen dat binnen zijn mogelijkheden valt. Moeten we wens dat het hefboomeffect in de financiële sector daalt, zodat voor alle kredietnemers, goede zowel als slechte, de kapitaalmarkt toemenen, met alle gevolgen van dien voor het welzijn en de economische groei?

- Etienne de Callatay is hooftdeconoom van Bank Degroot.

weekend

DE TIJD | ZATERDAG 8 OKTOBER 2011

24

BEURSWEEKBOEK

Van een goeدهuisvaderaandeel tot een waanzinnige gokmachine

36

ANALYSE

Goocheltruc van minder rente en meer schuld werkt niet meer

PIERRE HUYLENBROECK

Stel dat onze leiders een nieuwe Grote Depressie niet zullen toelaten. Dan is het mogelijk dat de Brusselse beurs in dit of de volgende kwartalen zijn dieptepunt bereikt en in de volgende jaren flink heropleeft. De beurs drijft namelijk op emoties, zoals vertwijfeling en euforie. En de fase van de vertwijfeling heeft lang genoeg geduurd.

Dit is een boude voorspelling, we beseffen het. En de voorwaarden zijn niet minnetjes. Het komt er op neer dat de politieke leiders van Europa, maar ook van de VS en zelfs China, de moed vinden om maatregelen te nemen die op termijn gunstig en broodnodig zijn voor de globale welvaart, in plaats van rond de hete brij te blijven draaien uit schrik voor onbegrip bij de electorale achterban.

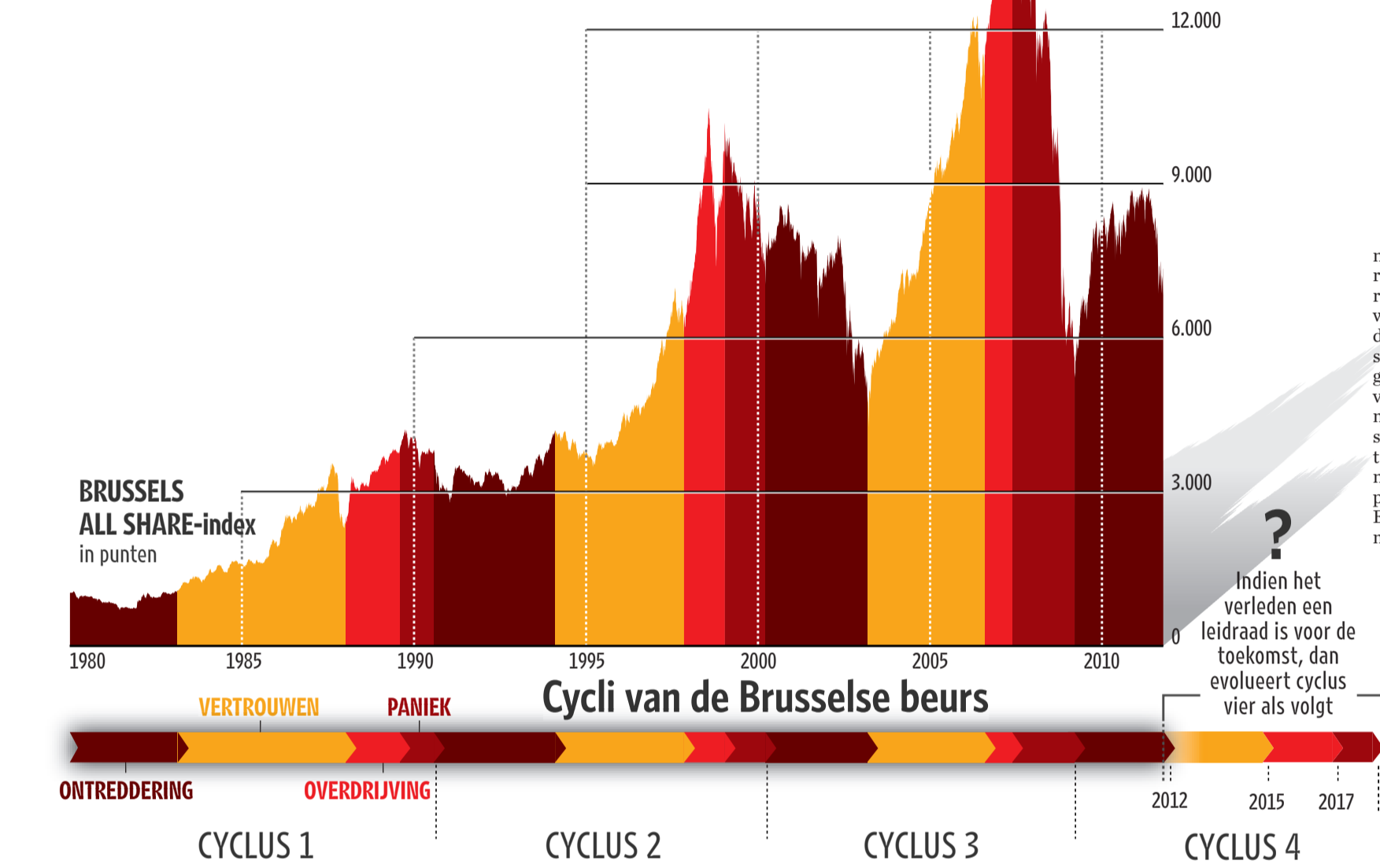
Maar de leidersgeesten rijpen. In de voorbije dagen kregen we voldoende echo's van bereidheid om weldra echt leiderschap te tonen. Eindelijk. Laten we dus optimistisch zijn en ervan uitgaan dat onze leiders het Armageddon echt willen en zullen vermijden. Wat betekent dat dan op de Brusselse beurs?

NIET DUUR

Het komt erop aan de psychologie van het moment in te schatten. Beursprestaties hebben namelijk veel meer te maken met de gemoedstoestand van de vele actoren in het economische spel (beleggers, bedrijfsleiders, consumenten, monetaire en politieke leiders...) dan velen denken. De conjunctuur en economische prestaties worden bovenal beïnvloed door vertrouwen. Natuurlijk wegen reële factoren zoals beschamende overheidsfinanciën of een paralyserende fiscale politiek of slecht geleide banken of tegenvalende bedrijfsresultaten op de beursprestaties, maar al die factoren hebben op hun beurt met vertrouwen te maken.

Een volledige vertrouwenscyclus is opgedeeld in vier 'emotionele fases', te beginnen met de fase van vertwijfeling en miserie. Gelukkig blijven mensen niet eeuwig in die fase steken. Na enkele jaren vinden ze het vertrouwen terug en steken ze over naar fase twee. Ook daar blijven ze niet: als het goed gaat, neemt overmoed het over van gezond vertrouwen. We belanden in de overdrivingsfase.

Dat kan in regel een tijd duren, maar het is zonnelijk dat een opgekoelde toestand geen eeuwig leven is beschoren. Openstopt het feestje en ijlen de vermoeide dansers naar de exit. Een traumatische ervaring. Beleggers verliezen elk vertrouwen en wentelen zich in vertwijfeling en miserie. Back to square one. De grafiek toont voor de Brusselse



niet overwogen als eventueel financieringsalternatief. Een derde serie miseriejaren situeert in 2000-2002. Angst en wantrouwen bereikten hallucinerende dieptepunten. Het regende bedrijfschandalen (Enron) en terreurdreigingen (9/11). De dotcomzeppel barstte en vooral telecomgiganten kreuken onder miljardenschulden. De consument consumeerde niet meer, de bedrijven investeerden niet meer. Stilstand. Het lijkt de huidige periode wel, dezelfde uitzichtloosheid. En wat hebben al die periodes nog gemeen? Een dalende rente.

VERTROUWEN

Na regen komt zonneshijn. Dat was in 1983 zo, met een uiterst zelfverzekerde Ronald Reagan in het Witte Huis, endichtter bij ons de voor de beurs heuglijke wetten Cooremans-De Clercq. Acht jaar na Colruyt waagden in 1984 opnieuw beleggers de stap naar de beurs. Côte d'Or en Ackermans & van Haaren.

De volgende wedergeboorte vindt plaats in 1994. Het was een bar jaar voor obligaties, maar in België genoot de beurs van forse renteverlagingen door de Europese centrale banken. Wat ook vaak terugkomt in deze fase van de cyclus: nogal wat ondernemingen saaneerden in de vorige fase en kunnen nu, met dank aan de hermenende economie, met straffe resultaten uitpakken. Een extra kenmerk is de IPO-revival. België beleefde twee fantastische beursintroducties van twee fiere Belgische bedrijven: Distragis en Gemeentekrediet.

In 2003, met de plotse Amerikaanse inval in Irak, verdween veel onzekerheid en pessimisme en lieten beleggers zichzelf toe opnieuw oog te hebben voor de realiteit. En die bleek toch niet zo'n horror te zijn. Nog een zekerheid: beleggers zijn dol op actie.

OVERDRIJVING

Hoe weet u of dat weldoende vertrouwen overgeslagen is in destructieve overdrivings? Stel de volgende vragen. Wordt de nuchtere waardeanalyse vervangen door 'dit keer is het anders'-kronkels? Zijn de economieën in de ban van een met aandelen gefinancierde fusiegolf? Heeft de schoenpoetser beurtprijzen voor u in petto? Zijn beleggers blind voor signalen zoals stijgende rentetarieven of schuldexcessen?

Eind jaren 80 kon zelfs de crash van 1987 het grote vertrouwen in het eigen gelijk niet schaden. Aandelen, hoe duur ook, bleven razend populair. In België sprak iedereen over de uiterspannende strijd om de Generale Maatschappij.

Eind 1997 begon een tweede overdrivingsfase. 1998 was het jaar van het Hoegaarden-bierkaartje 'Geldproblemen? Bel20!', nog meer het jaar van de Belgische monsterfusies: KBC, Fortis-Gene-

► LEES VERDER PAGINA 25

Beursmiserie heeft lang genoeg geduurd

TIJD VOOR VERTROUWEN | Gemoedsstemmingen bepalen beursrichting

”

Een volledige vertrouwenscyclus beslaat telkens 9 à 12 jaar.

beurs de cyclische evolutie sinds 1980. Een volledige cyclus beslaat telkens 9 à 12 jaar. Is die relatieve regelmaat dan toeval? Niet helemaal. Het is des mensen dat een fase van ontzuivering en rouw zijn tijd nodig heeft, vaak meerdere jaren. Ook de fases van vertrouwen en overdrivingsduren lang, terwijl de paniekfase meestal relatief kort is. Tel dat allemaal op, en je komt aan die logische tijdsperiode van 9 à 12 jaar.

Laten we de fases van de cycli apart overlopen.

VERTWIJFELING

In elk van de voorbije decennia was er wel een periode waarin de belegger langdurig de waartien in



werd gestuurd. De eerste keer in ons onderzoek was de periode 1979-1982. 1979 was een ruig beursjaar, fantastisch geïllustreerd door de cover van Equities'. De experts die in het artikel aan het woord gelaten werden, geloofden echt dat de dagen van de beurs geteld waren. Alleen de 65-plussers die de veranderingen van de financiële markten niet begrepen hebben, houden nog aandelen bij', klonk het toen.

Ook in 1991-1993 haakten particuliere beleggers massaal af. Tekenend: bij de privatisering van de spaarbank ASLK, zodat de grootste financiële operatie uit die periode, werd de beurs zelfs

ADVERTENTIE

Dankzij u zijn de transactiekosten bij Fortuneo gedaald van €8 naar €5,95* op Euronext. Profiteer ervan, open nu een gratis rekening op Fortuneo.be

*voor elke transactie op Euronext tot €2.500. Uitgezonderd beurstakken. Raadpleeg onze volledige beursartikelen op Fortuneo.be



COLOFON DE TIJD

ADRES
Mediahuis
Havenlaan 16c, box 309 1000 Brussel
Tel: +32 (0)2 423.8.2 | op werkdagen van 8u30 tot 18u

ABONNEMENTEN & DISTRIBUTIE
Tel: 0800 90 50 50
Fax: +32 (0)2 423.8.32
abo@tijd.be

REDACTIE
Tel: +32 (0)2 423.8.40 | Fax: +32 (0)2 423.8.35
lees@tijd.be

REKENING
Mediahuis: 402.79.9805-2
BTW-NUMMER
404.800.301

ADVERTENTIES
Totomedia
Tel: +32 (0)2 423.01 15 | Fax: +32 (0)2 423.01 10
info@tijdsmedia.be

mediafin
DE TIJD is een uitgave van Mediahuis

ALGEMEEN DIRECTEUR
Dirk Vliegen

OPERATIONEEL DIRECTEUR
Debra Haemels

FINANCIËEL DIRECTEUR
Arnoud Debruyne

REDACTIEDIRECTEUR
Ferdinand Depraetere

REDACTIE-ANAGER
Olivia Olivera

VERANTWOORDELIJKE UITGEVER: DIRK VLIEN, HAVENLAAN 16C, BOX 309, 1000 BRUSSEL