

Ondernemingsinvesteringen niet gediend door monetair beleid?

Frank LIERMAN
Gewezen hoofdeconoom van Belfius Bank

Central banks use extremely low interest rates and a broad set of unconventional measures to pump up liquidity in order to revitalize the real economy. But the transmission mechanism is not working as expected. The offer and demand for credit is mainly decreasing due to new capital requirements, weak economic environment, net savers position of companies and households and increased offer of alternative financing channels. Nevertheless central banks will stay in the driver's seat as long as politicians have not finished the necessary structural reforms in economic, budgetary and even social matters. A long period of weak economic growth and low inflation is ahead of us.

JEL Classification Code: E29, E52, E58, E66

Keywords: Central Bank, monetary policy, business investments, economic growth



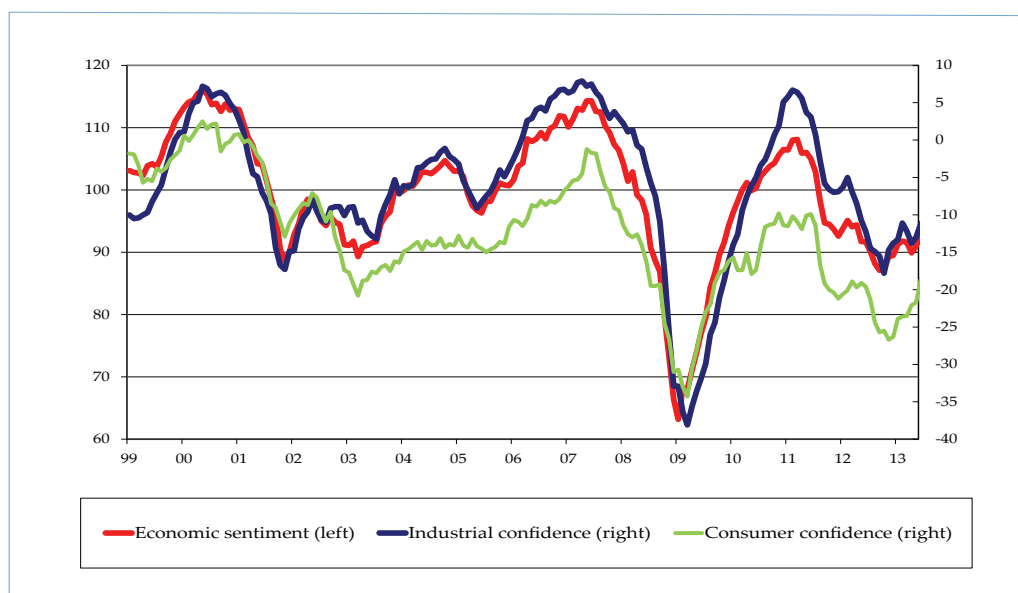
Inhoudstafel

1	Inleiding	9
2	Ondernemingsinvesteringen hinken achterop	10
3	Centrale banken in de “driver’s seat”	13
4	De ECB loopt achterop	16
5	Besluit	21

1 Inleiding

De economie van de eurozone klimt langzaam uit het dal na twee vernietigende crisissen: de financiële crisis vanaf de herfst van 2008 en de soevereine schuldencrisis vanaf de lente 2010. Het economisch herstel verloopt zonder veel overtuiging. De bescheiden groeivoorzichten weerspiegelen trouwens de neerwaartse correctie van de potentiële groei, die zowat gehalveerd werd. Het vertrouwen van de bedrijfsleiders en consumenten zit duidelijk in de lift, maar het bereikte peil ligt toch nog beduidend lager dan dat van voor het uitbreken van de crisissen.

Grafiek 1: Vertrouwensindicatoren van ondernemingen en consumenten in de eurozone



Bron: FACTSET

De gezinnen sparen beduidend meer, ondanks de zeer lage rentevoeten en dus zeer geringe opbrengsten voor rentedragende activa. Zij reageren zo op de onzekere arbeidsmarkttoestand, waar de werkloosheid zeer hoge toppen scheert. Ze anticiperen ook op de bezuinigingen van de regeringen, die tot uiting zullen komen in mogelijke directe of indirecte belastingverhogingen en lagere sociale uitkeringen. De overheden zijn gedoemd om hun ontspoorde staatsfinanciën aan te zuiveren om de staatsschuld onder controle te krijgen en kunnen weinig stimuli vrijmaken om de groei aan te zwengelen. De buitenlandse handel waarvan heel wat steun wordt verwacht, gaat gebukt onder de tanende concurrentiekracht, door ondermeer de stevigheid van de euro, de loonstijgingen en de sociale verworvenheden. Het verlies aan marktaandeel is dan ook niet verwonderlijk omwille van de opmars van de groei landen, die een groter deel opeisen van de wereldhandel, zelfs indien die groei landen het moeilijker krijgen om hun groeitempo aan te houden.

2

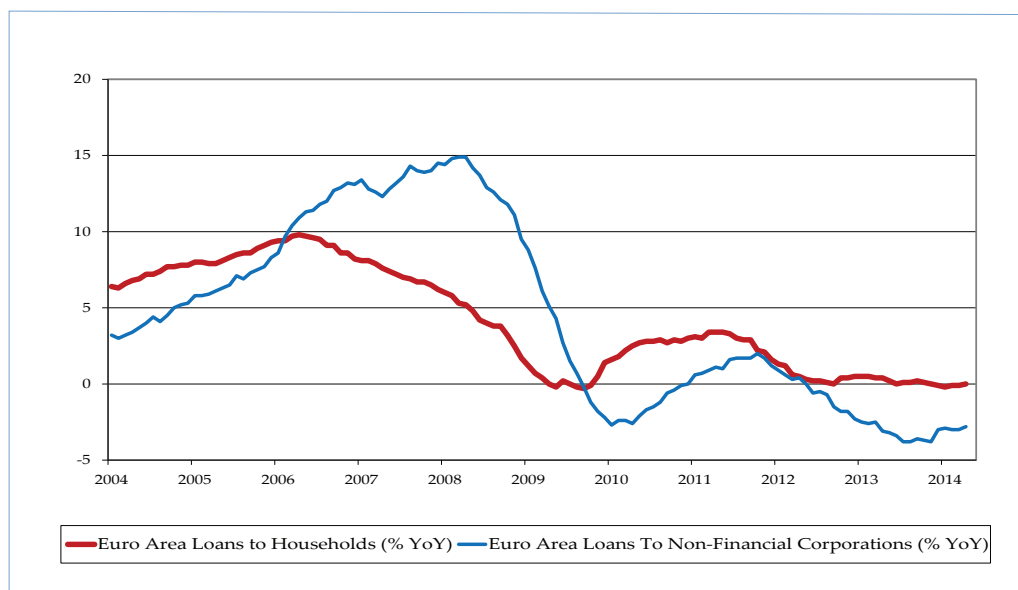
Ondernemingsinvesteringen hinken achterop

Tegen deze achtergrond valt op dat de ondernemingen zich terughoudend opstellen met hun investeringen en zo geenszins een motor vormen voor het economische herstel. Dit is niet zo verwonderlijk, gezien de onzekerheid van de vraag doordat gezinnen en overheden fors sparen. Ook de relatief duurdere energie, door de geleidelijke overstap naar groene energiebronnen en de onzekerheid omtrent de continuïteit van de bevoorrading ingevolge de al dan niet tijdelijke sluiting van kerncentrales, speelt zeker mee. De opwaartse loondruk door allerlei mechanismen qua anciënniteit en collectieve arbeidsovereenkomsten werkt remmend. Daarnaast is er de groeiende twijfel over het behoud van bepaalde investeringssubsidies en het gemorrel aan fiscale regels.

De ondernemingen evolueren dan ook veeleer naar een positie van netto-spaarder, gezien hun oplopende kasreserves door bijvoorbeeld inhouding van dividenden. Op zich is het niet slecht dat de financiële structuur wordt verstevigd. Er is trouwens nood aan een afremming en zelfs afbouw van schuldfinanciering, waarvan gebleken is dat die in het nog niet zo verre verleden te uitbundig gebeurde onder impuls van vrij agressieve voorstellen van de banken. In heel wat landen, zo ook in België, werden maatregelen genomen om de ondernemingen te stimuleren om hun eigen vermogen te verstevigen, door onder meer de notionele intrestaftrek. Het is een feit dat de ondernemingen zo de langdurige crisisperiode relatief goed zijn doorgekomen. Dit wil niet zeggen dat er geen faillissementen geweest zijn of dat er geen herstructureringen werden aangekondigd in bepaalde sectoren, die meer dan andere gebukt gaan onder de internationale concurrentie. Maar globaal gezien is de balans vrij positief in vergelijking met bijvoorbeeld de crisis die volgde op het barsten van de internetbubbel in 2000.

Als er dan toch wordt geïnvesteerd, wordt er trouwens minder beroep gedaan op bankkredieten. De daling van de kredietverstrekking door de banken aan de ondernemingen is in de eurozone vooral toe te schrijven aan de krimpende economie in de zogenaamde problemlanden in Zuid-Europa, en de quasi-nulgroei van de kredieten aan de gezinnen is een gevolg van de noodzakelijke schuldafbouw na de explosie ervan in de jaren 2000, met een vastgoedbubbel tot gevolg in heel wat Europese landen.

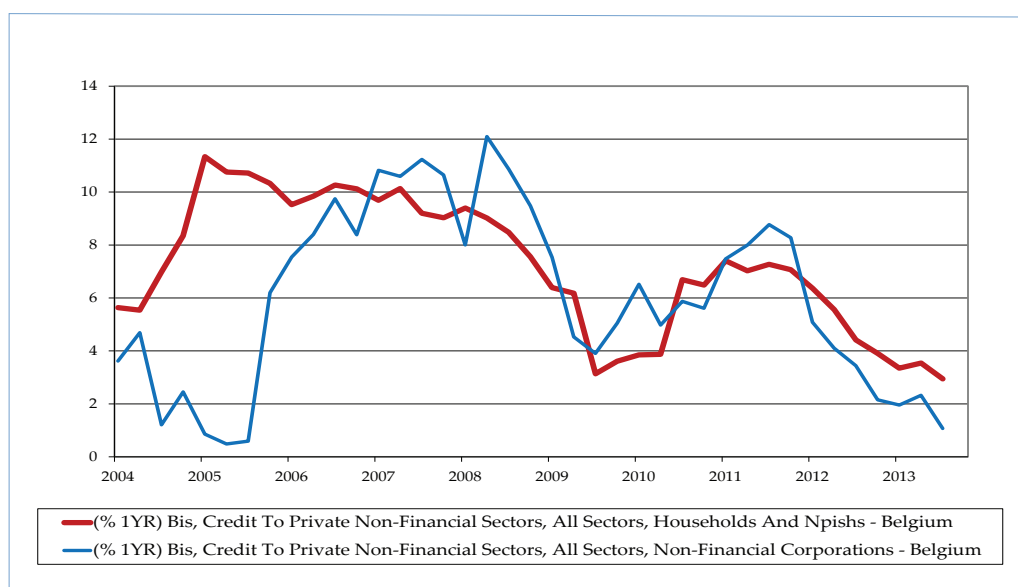
Grafiek 2: Bankkredieten aan ondernemingen en gezinnen in de eurozone (% verandering over 1 jaar)



Bron: FACTSET

In België is de kredietverstrekking ook fors vertraagd, maar er is nog steeds een bescheiden groei overgebleven.

Grafiek 3: Bankkredieten aan ondernemingen en gezinnen in België (% verandering over 1 jaar)



Bron: FACTSET

De betere financiële structuur van de ondernemingen zorgt ervoor dat investeringen gedeeltelijk via autofinanciering gebeuren. Daarnaast bieden het lagere schuldniveau en de betere financiële structuur de mogelijkheid om rechtstreeks naar de kapitaalmarkt te gaan, om kortlopend commercieel pa-

pier of middellangetermijnobligaties uit te geven. Speciale kredietfaciliteiten, al dan niet fiscaal gestimuleerd, werden door regeringen gelanceerd om vooral startende en kleinere ondernemingen te helpen. Uiteraard is er ook de opkomst van het nieuwe fenomeen van “crowd funding” in zijn diverse vormen, dat tot nog toe vrij beperkt is in Europa in vergelijking met de vsa. Niet te vergeten zijn de initiatieven van de verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en andere institutionele beleggers op zoek naar beleggingsvormen met een iets hoger rendement dan de gewone staatsleningen. Ook zij bieden kapitaal aan de ondernemingen aan. Zelfs de Europese Investeringsbank pompt aandelenkapitaal in bedrijven die in bepaalde domeinen actief zijn.

We mogen echter niet blind zijn voor het fenomeen dat beursgenoteerde bedrijven via obligatieleningen kapitaal aantrekken dat ze dan gebruiken om eigen aandelen op te kopen, zodat de aandelenkoers op peil blijft of zelfs stijgt, ongeacht een gerealiseerde omzetsijging of een winstverbetering. Dergelijk beleid is niet echt goed te praten, maar de financiële analisten vinden daar geen graten in, als de aandelenkoers maar kan ondersteund worden.

3 Centrale banken in de “driver’s seat”

Vermits de gewone actoren in de reële economie (overheid, gezinnen, ondernemingen, internationale handel) het min of meer laten afweten, kijkt iedereen naar de centrale banken om de economie zuurstof toe te dienen. Sinds 2008 zitten de centrale banken meer dan ooit in de “driver’s seat”. Sinds de inflatieperikelen van de jaren zeventig is het beleidsobjectief van de centrale banken prijsstabiliteit, die sinds jaren geformuleerd wordt via een inflatienorm van ongeveer 2 %. In de Angelsaksische landen hebben de centrale banken een breder mandaat en kunnen zij ook bijkomende economische objectieven (bijvoorbeeld x % werkloosheid) hanteren om hun monetair beleid uit te stippelen.

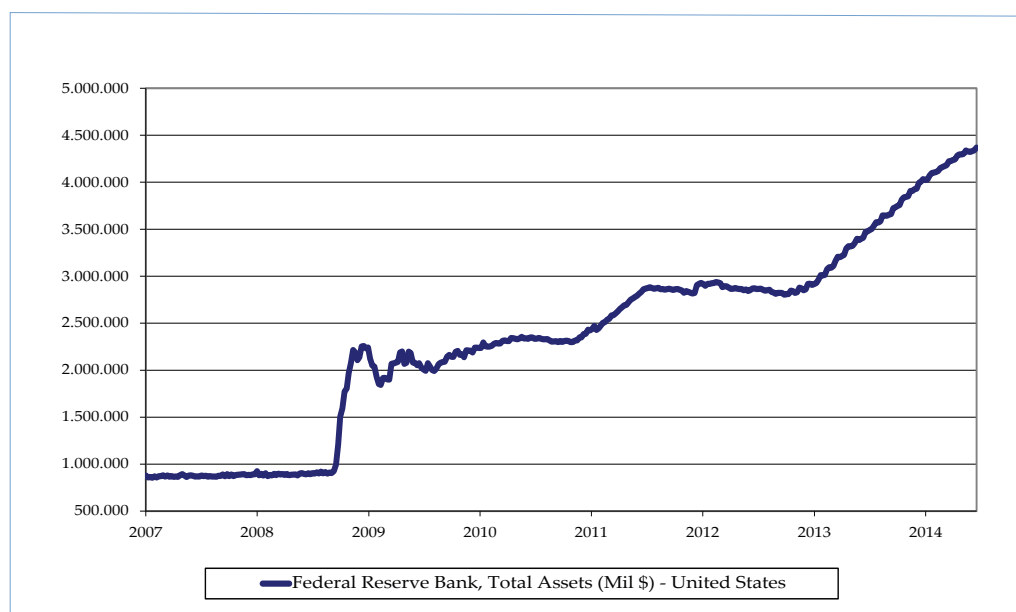
Het traditionele monetair beleid stoelt op de kortetermijnrente die verhoogd wordt als de inflatie oploopt en verlaagt bij krimpende inflatie. De basisrente zit veelal in een corridor waarvan de bovengrens de marginale financieringsrente is en de ondergrens de depositorente. De banken die geld ontlenen bij de centrale banken betalen de hoge rente en zij die hun overtollige deposito’s plaatsen, ontvangen de veel lagere depositorente. Via het zogenaamde transmissiemechanisme gaat men ervan uit dat met een renteverhoging door de centrale banken het krediet door de banken verstrekt aan de economie (gezinnen, ondernemingen en overheid) duurder wordt, zodat de economie kan afkoelen en eventuele meerinflatie kan afgeremd worden. Een lagere rente zou het krediet goedkoper maken en zo de economie kunnen stimuleren omdat er geen directe inflatiedreiging is.

Sinds 2008 zijn de rentevoeten fors verlaagd omwille van de dalende inflatie en zelfs dreigende deflatie, zonder dat de economie daarvan veel vruchten heeft kunnen plukken. Uiteraard was niets doen geen optie, want dan dreigde een wereldwijde depressie zoals in de jaren dertig, toen de centrale banken aanvankelijk hun beleid verstrakten als reactie op de beurscrash van 1929. De gevolgen waren toen catastrofaal. De grote les uit die crisis is dat men absoluut een depressie, alsook deflatie, moet vermijden, zo niet dreigt een negatieve spiraal. Men wou voorkomen dat de economische opleving na een financiële crisis te traag op gang zou komen. Vandaar dat men onder impuls van de Federal Reserve (FED) in de Verenigde Staten, waar de financiële crisis reeds in 2007 uitbrak, zeer snel opteerde voor een forse daling van de basisrente. In de vsa was dat van 5,25 % midden 2007 tot 0,25 % einde 2008. Die rentedaling was nodig om de herstructurering van de banksector te vergemakkelijken, en de herfinanciering van de overheid, die massaal geld in de banksector had gepompt in het kader van bailouts, te begeleiden. Tevens hoopte men zo de zware recessie van het laatste kwartaal van 2008 te kunnen afremmen. Snel bleek dat het rentebeleid ruim ontoereikend was, zo ook de klassieke openmarktpolitiek waarbij kapitalen in of uit de economie worden gehaald via specifieke instrumenten van de FED. Er werd beslist om zogenaamde onconventionele maatregelen te nemen. Via het opkopen door de FED op de secundaire markt van overheidsobligaties, ondernemingsobligaties, consumptiekredieten en studentenleningen, al dan niet geëffectiseerd, werden enorme bedragen ter

beschikking gesteld van de banken die in liquiditeitsnood verkeerden door het enorme wantrouwen na het faillissement van de zakenbank Lehman Brothers in september 2008. Volledigheidshalve dient te worden vermeld dat reeds vanaf midden 2007 heel wat reddingsoperaties plaatsvonden waarbij instellingen werden gedwongen om te fuseren met gezondere instellingen (Merrill Lynch, Washington Mutual...) of een enorme hulplijn kregen (AIG) of gewoon werden genationaliseerd (Fannie Mae, Freddie Mac...). Hierop volgden zelfs programma's om op de primaire markt obligaties op te kopen.

Het resultaat was een verviervoudiging van het balanstotaal van de FED, een nooit geziene explosie .

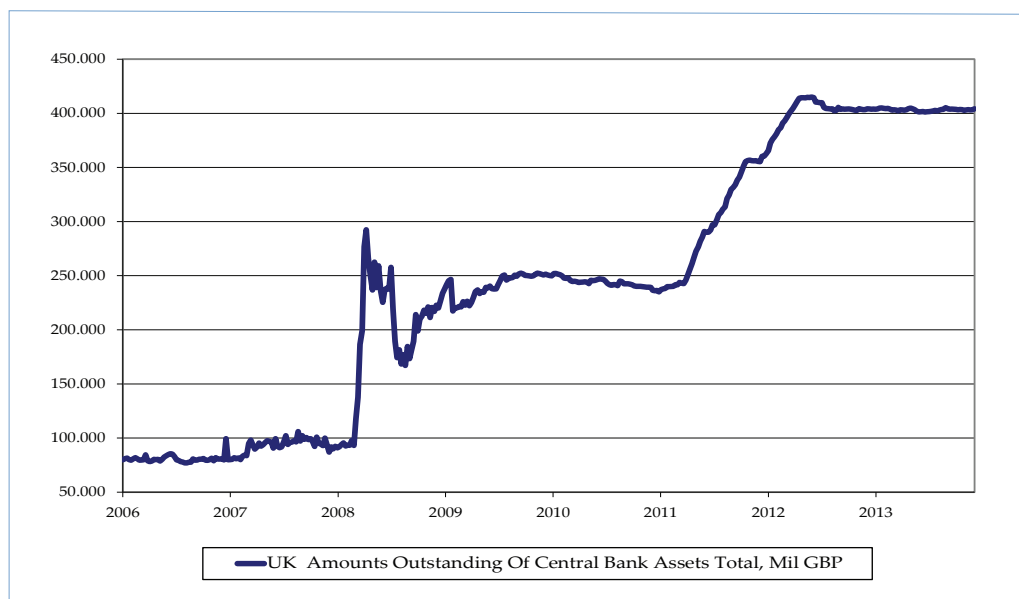
Grafiek 4: Balanstotaal van de Federal Reserve (in miljoen USD)



Bron: FACTSET

In feite vervulde de FED als het ware de rol van een “bad bank”, waarin veel zogenaamde slechte kredieten en/of toxische gestructureerde producten werden samengebracht, zodat de banken op een gezondere basis hun activiteiten konden verderzetten. Daarnaast nam de vsa regering ook drastische maatregelen om de financiële sector te stabiliseren en de economie te ondersteunen via een specifiek relanceplan. Opvallend is dat op dit ogenblik de meest banken de ontvangen staatssteun reeds hebben kunnen terugbetalen. In het Verenigd Koninkrijk werd na het faillissement van Northern Rock, de nationalisatie van Royal Bank of Scotland en de enorme hulp aan heel veel andere banken een gelijkaardig beleid gevoerd. Ook hier schoot het balanstotaal van de Bank of England fors omhoog, opnieuw ruim een verviervoudiging.

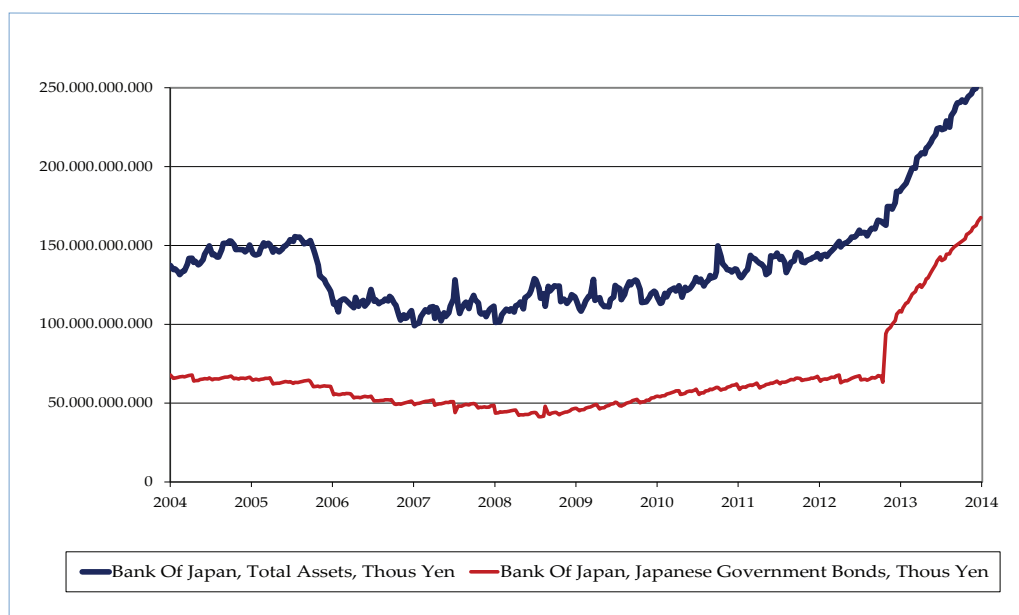
Grafiek 5: Balanstotaal van de Bank of England (in miljoen GBP)



Bron: FACTSET

In Japan is men pas in april 2013 gestart met een zeer expansief monetair beleid via de opkoop van overheidsobligaties, in het kader van het nieuwe economische beleid om de jarenlange deflatie definitief om te buigen en opnieuw inflatie te creëren. Het balanstotaal werd bijna verdubbeld en het programma is nog niet ten einde.

Grafiek 6: Bankkredieten aan ondernemingen en gezinnen in België (% verandering over 1 jaar)

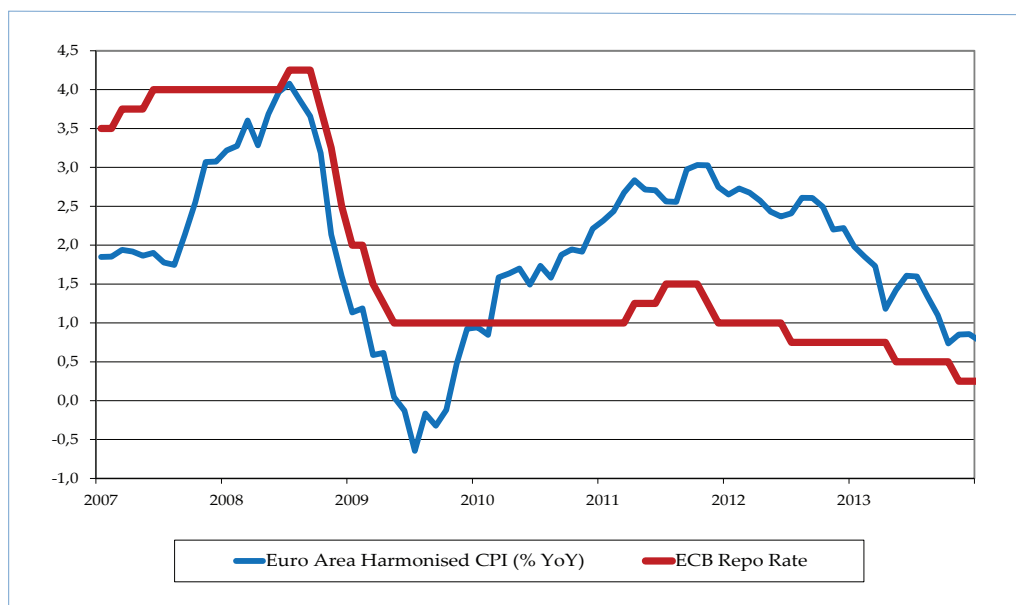


Bron: FACTSET

4 De ECB loopt achterop

In de eurozone was de Europese Centrale Bank (ECB) tot in de zomer op verstrakkingskoers om de inflatie ingevolge de opstoot van de grondstoffenprijzen te temperen. Het is pas vanaf oktober 2008, toen de liquiditeitscrisis op de Europese interbankenmarkt dramatische proporties begon aan te nemen, dat beslist werd om de basisrente versneld te verlagen van 4,25 % tot 1 % in mei 2009.

Grafiek 7: Inflatievoet in de eurozone (% verandering over 1 jaar) en basisrente van de ECB



Bron: FACTSET

De openmarkttransacties werden gretig ingezet om zo meer liquiditeiten tot 1 jaar looptijd ter beschikking te stellen. Er werden op de secundaire markt ook zogenaamde “covered bonds” gekocht voor ruim 60 miljard euro om de koersen ervan te stabiliseren, wetende dat het een financieringsinstrument is dat veel gebruikt wordt door de grote banken.

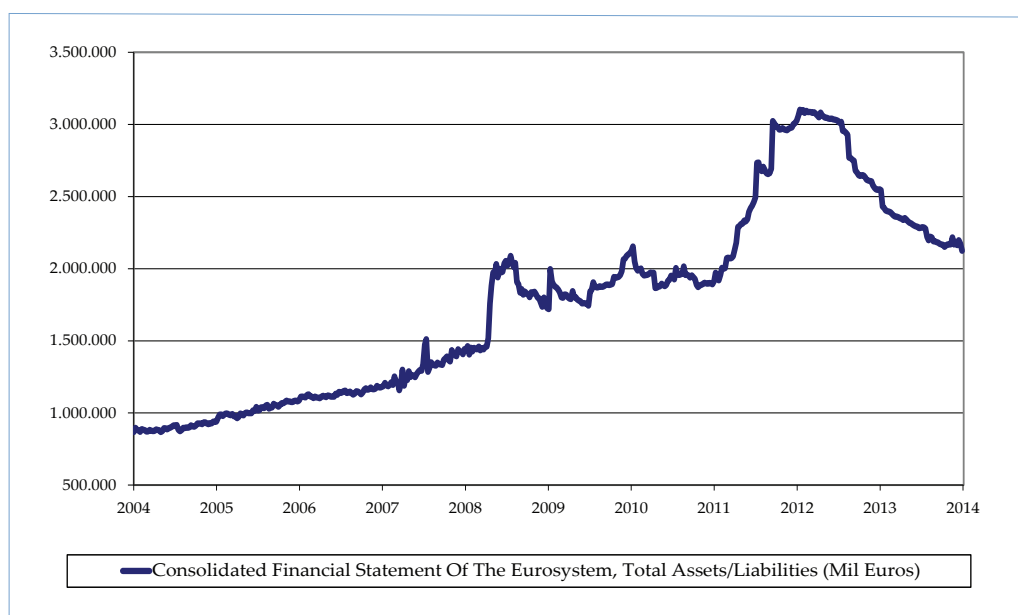
De ECB beseftte dat de kwetsbaarheid van de Europese banken veel groter was dan die van de Amerikaanse banken. Enerzijds is de rol in de financiering van de Europese economie door de Europese banken goed voor zowat 75 %, terwijl dat in de vsa amper 25 % is. Anderzijds hadden heel wat Europese banken belegd in Amerikaanse toxische producten of hadden er zelf ook uitgegeven en geplaatst bij hun collega-bankiers of bij hun cliënten, zowel in de ondernemings- als private bankingwereld. Bovendien was de conjunctuurinzinking zo hevig omwille van de grotere openheid van de Europese economie ten opzichte van de Amerikaanse. Vanaf midden 2009 leek de situatie stilaan onder controle te geraken en verbeterde de economie geleidelijk.

Tot overmaat van ramp brak in de lente van 2010 de soevereine schuldencrisis uit. Eerst werd Griekenland gered door de Trojka (IMF, ECB en Europese Commissie), waarbij het een forse injectie kreeg in ruil voor een drastisch

sanerings- en herstructureringsplan, op zowel economisch als budgettair en sociaal vlak. Nadien volgden Ierland en Portugal. Terwijl in Griekenland de problemen zich vooral op het vlak van de begroting situeerden, was Ierland het slachtoffer van het barsten van de vastgoedbubbel en de nefaste gevolgen ervan op de Ierse banksector. In Portugal speelden al die factoren ook. In de loop van 2011 kwamen ook Italië, ingevolge het uitblijven van structurele maatregelen om de torenhoge staatsschuld te verminderen, en Spanje, omwille van het barsten van de vastgoedbubbel en het faillissement van het Caja-spaarbankensysteem, onder het vuur van de speculanten te liggen. Die landen werden eveneens gedwongen om hun economisch en begrotingsbeleid fors bij te sturen, evenwel zonder dat ze staatssteun ontvingen. Om al die landen te helpen, kocht de ECB op de secundaire markt voor ruim 200 miljard euro aan overheidspapier, in de hoop zo de opstoot van de rentespread ten opzichte van de Duitse overheidsobligaties te temperen. In deze vijf landen brak een scherpe recessie uit ingevolge het gevoerde beleid. De kredietverstrekking aan de economie daalde fors, ondanks de lagere basisrente. De krimpende economie en de dalende koopkracht leidden tot deflatoire toestanden, zodat een negatieve spiraal zich manifesteerde.

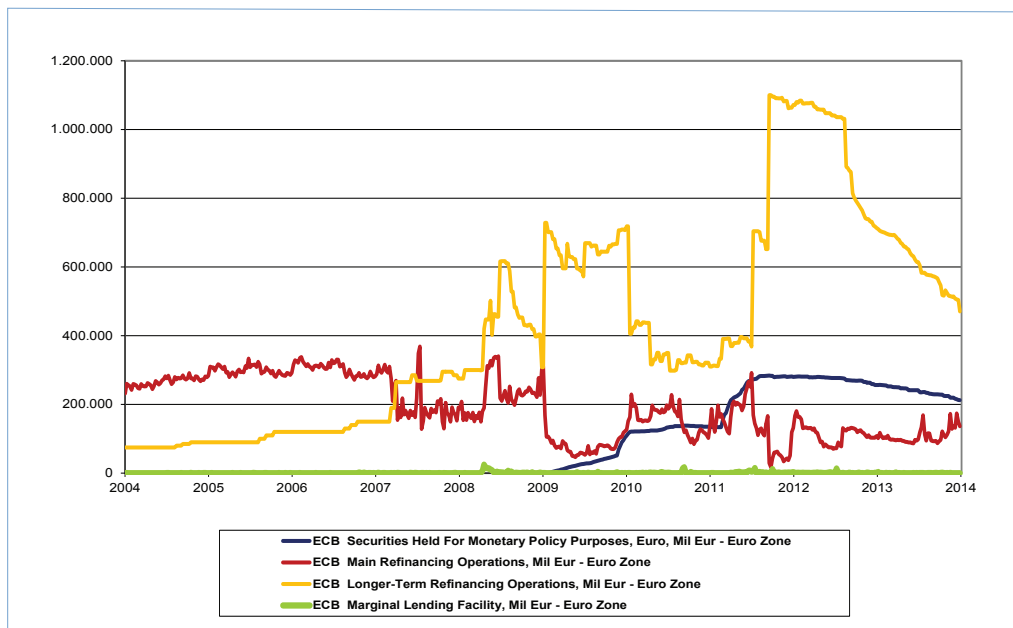
Op het quasi-hoogtepunt van de crisis besliste de ECB om via twee LTRO's (Long Term Refinancing Operations) aan de banken in de eurozone alle benodigde liquiditeiten te verstrekken tegen een vaste rentevoet voor een looptijd van 3 jaar. In december 2011 en februari 2012 werd voor meer dan 1000 miljard euro opgenomen. Dit kalmeerde ietwat de gemoederen. De banken beschikten over de mogelijkheid om de ontvangen liquiditeiten vervroegd terug te betalen vanaf februari 2013. Dit gebeurde ook voor zover ze toelating kregen van hun prudentiële controleur, veelal de nationale bank van hun land. Het resultaat is dat het balanstotaal van de ECB fors gekrompen was in tegenstelling tot die van de FED en andere. De verdrievoudiging begin 2012 werd herleid tot een verdubbeling.

Grafiek 8: Balanstotaal van de Europese Centrale Bank (in miljoen EUR)



Bron: FACTSET

Grafiek 9: Impact van non-conventionele maatregelen en terugbetalingen op balanstotaal van de ECB (in miljoen EUR)



Bron: FACTSET

Toen Mario Draghi, de voorzitter van de ECB, einde juli 2012 in Londen verklaarde dat hij alles zou doen wat nodig zou kunnen zijn om de eurozone te redden, keerde het sentiment ten goede. Dit engagement werd in september 2012 bekrachtigd door de lancering van de OMT (Outright Monetary Transactions), waarbij de ECB beloofde om op de secundaire markt overheidspapier te kopen, op verzoek van probleemlanden die ook reeds Europese hulp zouden gekregen hebben. Sindsdien heerst een relatieve rust in de eurozone en zijn de renteverschillen van de zwakkere landen gevoelig gedaald.

Grafiek 10: Rentespread van Spaanse en Italiaanse overheidsobligaties t.o.v. Duitse overheidsobligaties op 10 jaar

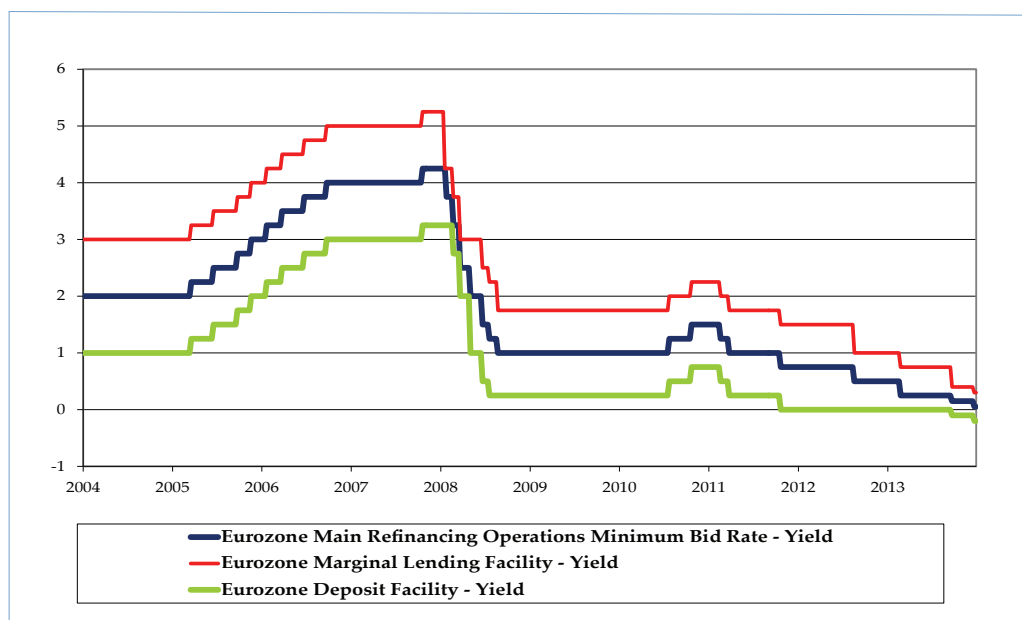


Bron: FACTSET

De euro verstevigde. De kapitaalvlucht werd gestopt en er werd opnieuw kapitaal door institutionele beleggers in Europees overheidspapier en zelfs aandelen belegd. De overtuiging dat de ECB haar “bazooka” wel degelijk zou gebruiken indien er nieuwe speculaties zouden ontstaan, zorgde voor de kentering. Het pleidooi van de ECB om de institutionele gebreken van de eurozone aan te pakken en het economisch en budgettair beleid van de lidstaten beter op elkaar te laten afstemmen, vond stilaan gehoor. Een enorme waaier van Europese richtlijnen en verordeningen zagen het licht en de fundamenten voor een Europese bankenunie werden gelegd.

Het verhoopte positieve effect van al die maatregelen op de Europese economie bleef uit. De groei is te beperkt. De kredietverlening stokt. De sanering van de begroting duurt langer dan verwacht omdat de neveneffecten van het saneringsbeleid omvangrijker bleken dan verwacht. Bijgevolg werd de ECB verplicht om opnieuw in te grijpen. Aanvankelijk door de basisrente in verschillende kleine stappen verder te verlagen tot 0,25 %. Begin juni 2014 werd het grof geschut bovengehaald in het vooruitzicht van het resultaat van de asset quality review die de ECB en de EBA begin 2014 lanceerden met het oog op de start van de prudentiële controle van zowat 120 Europese systeembanken door de ECB begin november 2014. De basisrente werd verlaagd tot 0,15 % en een negatieve depositorente van 0,10 % werd ingevoerd, een unicum voor een grote centrale bank.

Grafiek 11: Rentevoeten van de Europese Centrale Bank

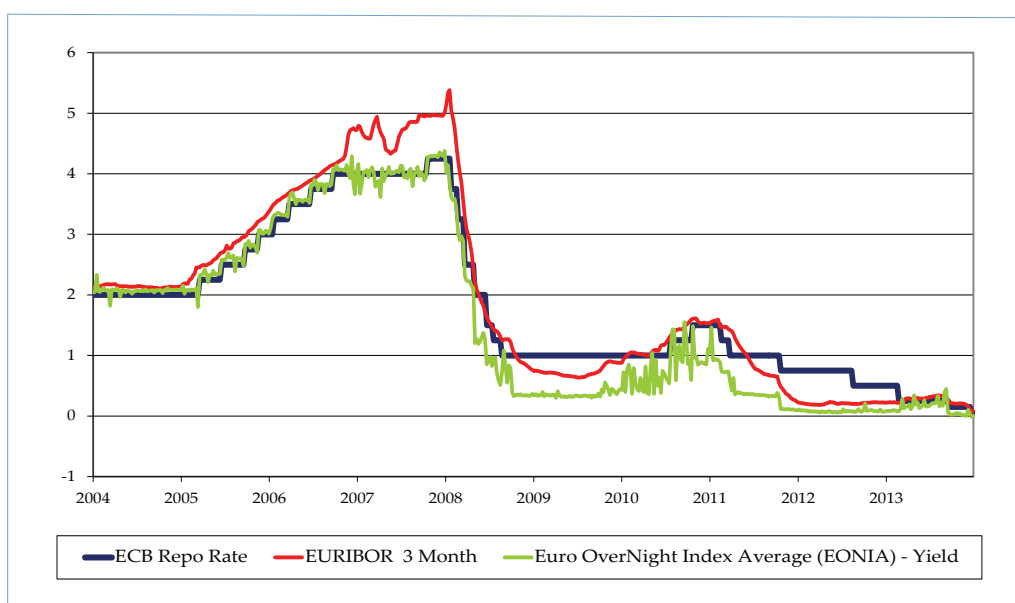


Bron: FACTSET

De periode waarin banken onbeperkt tegen een vaste rente liquiditeiten kunnen krijgen, werd verlengd tot midden 2016. Daarnaast werd ook een TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operation) van 400 miljard euro met een looptijd tot 2018 aangekondigd. Hierdoor kunnen de banken liquiditeiten krijgen, mits het engagement dat zij die gelden gebruiken voor kredieten aan kmo's. Dit is een variante van wat de Bank of England in de zomer van 2012

lanceerde met de “Funding for Lending”-faciliteit, met het doel om de kredieten aan particulieren en kmo’s aan te moedigen. Het luik van vastgoedkredieten was zo succesvol in zoverre dat er gevreesd werd voor een nieuwe vastgoedbubbel. Het werd begin 2014 stopgezet. Tenslotte kondigde ECB aan dat zij een programma van opkoop van “asset backed securities” voorbereidt om zo herverpakte kmo-leningen eventueel op te kopen en terug liquiditeiten in het bancaire circuit te kunnen pompen. Van een echte “quantitative easing” via de opkoop van overheidspapier zoals in de vsA, het VK en Japan gebeurt, is zeker nog geen sprake, vooral omdat Duitsland fors gekant is tegen dergelijke ingreep.

Grafiek 12: Basisrente van de ECB en de Euribor-rentevoeten op korte termijn



Bron: FACTSET

5 Besluit

Hoe doorbraak forceren?

Het monetair beleid zal soepel blijven zolang de economie zwak presteert, de deflatiedreiging aanhoudt, de herstructurering van de financiële sector niet is afgerond en de overheden hun staatsleningen wensen te herfinancieren. De onconventionele maatregelen zullen evenmin snel worden opgedoekt. De “tapering”, of de afbouw van het opkopen van Amerikaans overheidspapier, die in de vsa is gestart begin 2014, gebeurt zeer behoedzaam uit schrik voor een psychose van mogelijke liquiditeitstekort en omwille van de al bij al niet zo denderende economische groei. De centrale banken zullen het opgekochte papier niet op de markt brengen, want dan volgt er zeker een koerscorrectie. Zij zullen dat papier tot op de vervaldag houden en mogelijks vervangen door ander papier met een latere vervaldag, zodat de liquiditeitsmassa niet fors krimpt.

De centrale banken hebben misschien overdreven met hun liquiditeitscreatie, maar de branden in 2007-2008 en 2010-2011 moesten absoluut worden geblust. Er is waarschijnlijk waterschade, maar deze nasleep is minder erg dan een compleet ontredderde westerse economie. Zelfs indien we ons op dit ogenblik op ongekend terrein bevinden en er geen theoretisch aanknopingspunt bestaat met gelijkaardige toestanden uit het verleden. Feit is dat de ECB voorzichtiger te werk is gegaan, deels omdat bepaalde institutionele aanpassingen lang op zich lieten wachten, deels omdat de soevereine schulden crisis de Duitse terughoudendheid in verband met onconventionele maatregelen vrij groot was.

Indien er een geleidelijke versnelling van de economische groei komt met een matige inflatiestijging, kan het monetaire beleid zeer progressief worden bijgestuurd. In feite is dat het scenario dat de FED op dit ogenblik volgt. Maar dit wordt werk van lange adem. Het is niet uitgesloten dat er door externe factoren (bijvoorbeeld een ontsporing van de gespannen toestand in het Midden-Oosten of in Oekraïne) plots toch inflatoire tendensen zich manifesteren via hogere olie- en of gasprijzen en dan is het de vraag of de bezorgdheid voor de prijsstabiliteit de centrale banken zal aanzetten om de rente te verhogen, zelfs indien daarvoor het prille economisch herstel in de kiem wordt gesmoord. Wij geloven niet zo sterk in deze mogelijkheid. Een ander scenario is een echte “asset bubble” met zeer dure aandelenmarkten en/of een nieuwe vastgoedbubbel. Een mogelijke inflatieopstoot als gevolg hiervan zou de centrale banken dwingen om in te grijpen en dus loert daar een nieuwe recessie om de hoek.

De kans dat de ondernemingsinvesteringen versneld zullen hernemen en dat dat zal gebeuren via meer bankkredieten, is dan ook vrij beperkt.

