

# Centrale banken spelen gevaarlijk spel!

COVID-19 zorgde het voorbije jaar naast een ongeziene gezondheids crisis ook voor een van de grootste economische crisissen ooit. Om de snel oprukkende pandemie het hoofd te bieden werd de economie 'on hold' gezet. Het sociaal stelsel en de economie werden in een kunstmatige slaap gebracht zodat we de verspreiding van het virus konden beperken.

Mogelijk maken we dit jaar dan ook het snelste economische herstel ooit mee. Zodra er voldoende mensen gevaccineerd zijn zal men de economie terug laten ontwaken met een ongeremde consumptie tot gevolg. Dit optimisme zien we in ieder geval op de beurs. De depressieve beursstemming zag in maart reeds zijn dieptepunt en zette vervolgens een gezwind beursherstel in. Einde 2020 waren de meeste verliezen reeds goedge maakt.

Voor de interventies van de centrale banken en overheden liggen aan de basis van dit beursherstel. De rentevoeten zijn al een geruime tijd negatief en monetaire autoriteiten hadden de geldkraan open staan, maar dit was nog niet voldoende. De kraan werd daarna volledig open gedraaid en de markten werden overspoeld met coronageld. Alsof dit alles nog niet volstond, droegen ook de lokale overheden hun steentje bij met riant fiscale stimuli.

Renteverlagingen, geldcreatie en fiscale stimuli zijn vormen van medicatie die aan de economie worden toegediend om een economische herstel in gang te zetten. Ze geven bedrijven en particulieren de kans om goedkoop geld te lenen en dit te investeren. Zodra de economie herstellende is moet de medicatie evenwel worden afgebouwd. De rente moet dan terug worden verhoogd en de geldcreatie moet worden teruggedraaid. Hier wringt echter het schoentje: de lage rente en de geldcreatie zijn niet meer cyclisch maar werden structureel van aard. De economie

is als het ware verslaafd geraakt aan het medicijn. Hierdoor moeten overheden bij iedere crisis hogere dosissen, of nieuwe medicatie toedienen om de economie in leven te houden. Om de economische schade van de coronacrisis te beperken werden fiscale stimuli als nieuw medicijn gegeven. Dit zorgde ervoor dat de overheidsschulden fors aandikten.

Het structurele karakter van de lage rente en het ruime monetaire beleid laten duidelijk hun sporen na en brengen ongekende risico's met zich mee.

## Zombiebedrijven

Bedrijven die enkel kunnen overleven dankzij een soepel fiscaal en monetair beleid worden ook wel eens zombiebedrijven genoemd. Ze genereren net voldoende cash om de vaste kosten te dekken en de rentebetalingen te verzorgen, maar daar stopt het dan ook. Ze kunnen hun zware schuldenlast niet verminderen en als de rente stijgt, kunnen ze niet meer voldoen aan de rentebetalingen. De lage rente en de stijgende geldhoeveelheid is op die manier een subsidie die economisch niet-levensvatbare bedrijven toch overeind houdt.

Het aantal zombiebedrijven stijgt jaarlijks wat een rem zet op de ontwikkeling van een meer efficiënte en performante economie. Ze nemen de financiële zuurstof weg van de productie bedrijven. In normale omstandigheden gaan deze zombiebedrijven failliet en kunnen de efficiëntere en productie bedrijven groeien door hun marktaandeel over te nemen.

## Economische groei

De doelstelling om met de geldcreatie

en de lage rente groei te creëren werkt averechts als de ondersteuning van de economie een structureel karakter krijgt. De aanhoudende lage rente en de constante geldcreatie drukken zo op de economische groei.

De zombiebedrijven zorgen ervoor dat de productiviteit van onze economie achteruit gaat. De voorbije 10 jaar zien we dan ook een productiviteitsdaling ondanks de technologische revolutie.

Het in stand houden van zombiebedrijven zorgt tevens voor een overaanbod aan goederen en diensten, waardoor consumentenprijzen worden gedrukt.

## Inflatie of deflatie

Dat de lage rente en de geldcreatie eerder deflatoir zijn, gaat in tegen de gekende economische wetmatigheden. Met name dat de stijgende geldhoeveelheid niet inflatoir is, is opmerkelijk. Een gestegen geldhoeveelheid zou in principe tot extra vraag moeten leiden. Als bedrijven niet onmiddellijk kunnen voldoen aan deze gestegen vraag zou dit vervolgens tot prijsverhogingen moeten leiden.

De belangrijkste reden waarom dit niet gebeurt is het structurele karakter van de lage rente en de stijgende geldhoeveelheid. De economie is gewend geraakt aan deze stimulerende middelen, meer zelfs, ze is er aan verslaafd geworden. De economie heeft deze middelen nodig om te blijven draaien. Het teruggedraaien van de stimulerende middelen zou de economie kortstondig in een recessie kunnen brengen. Als de economie steunt op deze stimulerende middelen hoe gaan we ze in de toekomst dan kunnen afbouwen? Moeten centrale banken dan eindeloos doorgaan met dit beleid?



**Sven Sterckx** studeerde af in 1994 als Master TEW. Bijna zijn hele carrière bracht hij tot op heden door bij Dierickx Leys Private Bank en hij klom daar op van vermogensbeheerder tot Directielid. Hij is voormalig voorzitter van de Vlaamse Federatie van Beleggers (VFB).

Sven is dus de geschikte man om ons een woordje uitleg te geven over de huidige COVID-19 crisis op economisch vlak.

## DIERICKX LEYS

P R I V A T E B A N K

Een bijkomende reden dat de te verwachten inflatie uitblijft is dat het gecreëerde geld maar in beperkte mate is doorgeloopt tot bij de consument.

Om de coronacrisis te bestrijden gaven de overheden een behoorlijke fiscale stimulans. Dit geld, dat rechtstreeks naar de bedrijven of de consumenten gaat, zal de vraag vrijwel zeker stimuleren. De vraag is echter of hierdoor het evenwicht tussen vraag en aanbod voldoende ontwrichtend zal zijn zodat producenten hun prijzen gaan optrekken. Naar mijn mening niet. Ons productieproces is performant genoeg om de stijging van de vraag aan te kunnen.

### Vermogenseffect

De aangehouden monetaire stimuli zijn niet enkel nadelig voor de economie, maar zijn daarnaast ook navenant voor de consument. Landen zoals België met een hoge spaarquote zijn gevoelig voor de negatieve rente: als je niet in aandelen belegt wordt je vermogen elk jaar minder waard. Gepensioneerden knabbeln noodgedwongen aan hun vermogen en voorzichtigheidshalve houden zij de vinger op de knip. De negatieve rente is in essentie een vermogensbelasting die de bevolking meer kost dan de eerste en de tweede taks op effectenrekeningen samen.

### Goedkoop kapitaal versus arbeid

Ieder bedrijf dat uitbreidingsinvesteringen wil doorvoeren staat voor de volgende keuze: ofwel investeren in mensen ofwel investeren in kapitaalgoederen (machines, automatisatie, robotica...). Vandaag is kapitaal zo goedkoop dat de keuze voor bedrijven voor de hand ligt. Het gratis geld doet de vraag naar arbeid dalen, wat tevens een negatief effect heeft op de loonevolutie.

Het gevolg is opnieuw een prijsdrukkend effect op de consumentengoederen en een zeer beperkt positief effect voor de economie.

### Geld zoekt zijn weg naar harde activa

In een omgeving van onbeperkt en gratis geld ontstaan pools van excessen. Het gecreëerde geld zoekt zijn weg naar harde activa. De prijs van huizen, goud, kunst, oldtimers, bitcoin maar ook aandelen zijn de voorbije jaren sterk gestegen. Voor sommige activa kunnen we echt spreken van bubbelvorming, een overdrijvingsfase. De duif 'New Kim' die vorig jaar verkocht werd voor 1,6 miljoen euro doet mijn wenkbrauwen fronsen en doet me denken aan de tulpenbollenmanie uit de 17<sup>e</sup> eeuw.

### Schuldenlast

Het lagerentebeleid van de centrale banken gaf overheden de voorbije jaren weinig reden tot schuldafbouw. Het tegendeel is zelfs gebeurd: de schulden van de overheden zijn sterk gestegen. Om de economie te ondersteunen en de coronacrisis door te komen hebben de overheden hun schuldenberg nog vergroot door het geven van fiscale stimuli aan consumenten en bedrijven. In Italië is de staatsschuld hierdoor opgelopen tot 156% van het bbp.

Is dit daadwerkelijk een probleem? Kan een land niet verder met een hoge schuldenlast? Ja, volgens mij kan een land verder met een zeer hoge schuldenlast, zolang de rente niet stijgt. Als de rente stijgt, ontstaat een rentesneeuwbal waar België in het verleden jarenlang mee gevochten heeft. Doordat de overheid de gemiddelde looptijd van de staatsleningen steeds verlengt, koopt ze tijd. Het probleem wordt

verlegd naar een later tijdstip. Op lange termijn moet de schuldenlast echter naar beneden. Italië heeft hiervoor alvast een alternatief voorstel gedaan aan de ECB: de ECB zou de opgekochte staatsschulden moeten wegstrepen of eindeloos op haar balans laten staan, aan dezelfde rente.

### Conclusie

De centrale banken spelen een gevaarlijk spel! Het structurele karakter van de lage rente en de geldcreatie zijn deflatoir, wegen op de economie en de werkgelegenheid, verlagen de productiviteit en veroorzaken bubbelvorming bij bepaalde activa. Een normalisatie van de rente en het stoppen van de geldcreatie zou ervoor zorgen dat de normale economische wetmatigheden terug hun werk kunnen doen, wat de economische stabiliteit op lange termijn ten goede komt.

Door de hoge schuldenlast van de overheden staan de centrale banken echter met hun rug tegen de muur. De ECB bevindt zich in een zogenaamde catch-22 situatie. In het Engels bestaat een spreekwoord die deze situatie goed omschrijft "you're damned if you do and damned if you don't". Als de centrale banken economische stabiliteit nastreven op een langere periode zou het gepast zijn dat ze het monetair beleid normaliseren. Het huidige soepele monetair beleid zorgt dan wel voor stabiliteit op korte termijn, op lange termijn garandeert het louter een wankele economie.

**Sven Sterckx**  
Directielid  
Dierickx Leys Private Bank