



De rente is laag, de schuld is hoog en alles gaat groeien. O ja?

Posted on 17 april 2021 by Sander Boon

De toekomst ziet er gunstiger uit dan we een paar maanden geleden konden bevroeden. In sneltreintempo zijn vaccins ontwikkeld om het coronavirus terug te dringen. De lockdown's zullen tegen de zomer overal worden afgebouwd, waardoor economische activiteit zal toenemen.

Bovendien hebben overheden buitengewoon veel geld gestoken in het ondersteunen van inkomens en bedrijvigheid. In de VS is president Joe Biden bezig met het derde stimuleringspakket in een jaar, ter waarde van \$2 biljoen. We zien dan ook licht aan het einde van de tunnel.

Oververhitting?

Menig econoom is zelfs bevreesd dat het teveel van het goede is en dat de economie zal [oververhitten](#). Het is dan ook niet vreemd dat overal in de media wordt voorgesorteerd op een mooie en zelfs 'groene' toekomst.

In de financiële media wordt gewezen op hogere inflatie als gevolg van de economische groei. Ze wijzen op het nog steeds ruime monetaire beleid van centrale banken, die bovendien aangeven de rente nog een aantal jaar laag te houden. Het kan allemaal niet op. Is het vertrouwen in het centrale bankbeleid echter wel terecht?

Opgaande markten

We verkeren nu in een situatie dat er op verschillende plekken sprake is van bubbelvorming. De wereldwijde kapitalisatie van aandelen is bijvoorbeeld voor het eerst groter dan het wereldwijde BBP. Aandelenprijzen van niet winstgevende bedrijven zijn naar records gestegen. Ook werd er in de eerste drie maanden van 2021 meer geld gestoken in zogenaamde SPAC's dan in heel 2020. Dit zijn lege beursvehikels die geld ophalen om het te gaan steken in toekomstig succesvolle bedrijven. Het is de late echo van de speculatieve '[Mississippi Company](#)'.

Tegelijkertijd is de hoeveelheid schuld die we wereldwijd met elkaar hebben opgebouwd nog nooit zo [hoog](#) geweest. De rentes zijn laag en er wordt volop geleend om te speculeren met hefboom, maar ook om de economie te ondersteunen tijdens de lockdown's.

Door de schuldopbouw zijn de meeste bedrijven behoed voor faillissement en is de werkloosheid nog niet noemenswaardig gestegen. Voor 2021 wordt door het IMF ingeschat dat dit beleid zal resulteren in een mondiale economische [groei](#) van 6%.

Verslaafd aan schuld

Er kleeft echter een groot risico aan de huidige situatie op financiële markten: centrale banken hebben met hun grootschalige aankoop van staatsleningen, bedrijfsleningen en hypotheekleningen een beursklimaat gecreëerd dat volledig rust op het vertrouwen dat dit beleid voortdurend succesvol zal zijn. De perceptie leeft nu breed in de markt dat centrale banken altijd een reddende hand zullen en kunnen uitsteken als markten in paniek raken. Op basis van deze inschatting worden weer grote risico's genomen. Centrale banken mogen dus geen fouten maken. En vanaf hier wordt het een beetje ongemakkelijk.

Het risicovolle gedrag van banken in aanloop naar de kredietcrisis is sindsdien door

regulering ingetoomd. Sinds de kredietcrisis weten participanten in de mondiale financiële markt dat er meer risico's zijn dan aanvankelijk gedacht. Banken hebben toen bovendien zelf ervaren hoe snel solvabiliteit kon omslaan in faillissement en hebben hun risicomanagement daarop aangepast. Door de lage rentes op de kapitaalmarkt moet er echter flink meer risico worden genomen om rendement te behalen. En dat risico wordt steeds meer gezocht in de wereld van schaduwbankieren. Sinds de kredietcrisis is de schaduwbank sector dan ook flink in omvang toegenomen.

Onzichtbare risico's

Bij schaduwbankieren moet u denken aan financiële partijen die gezamenlijk bancaire activiteiten ontplooiën, maar niet als zodanig worden gereguleerd. Denk hierbij aan broker/dealers, pensioenfondsen, verzekeraars, vermogensbeheerders, geldmarktfondsen en multinationals. Toezichthouders noemen dit tegenwoordig 'market based finance', dat klinkt natuurlijk wat vriendelijker. Nadeel van deze sector is dat er maar een zeer beperkt zicht is op de risico's die worden genomen.

De financiering in deze sector vindt plaats in de zogenaamde repomarkt, een markt waar financieel onderpand wordt verhandeld. Bij een repo-transactie wordt cash voor een bepaalde duur, meestal een dag, omgeruild voor een schuldbewijs. De transactie wordt na de contractduur weer teruggedraaid. Zoals ik al eerder schreef is het een '[pandjeshuis](#)' in het groot. Cash kan zo veilig worden geparkeerd en onderpand kan worden ingezet om aan cash te komen. Er is zo een levendige handel ontstaan van schuldbewijzen.

De lening die het meest wordt gebruikt als onderpand is de Amerikaanse staatslening. De markt voor deze leningen is de grootste, diepste en meest liquide ter wereld, omdat de Amerikaanse regering al decennialang haar begrotingstekorten dicht met leningen. Het gebruik van onderpand is sinds midden jaren negentig steeds dominanter geworden bij zowel traditionele banken en schaduwbanken.

Hefboom

Omdat de repomarkt doorgaans zeer veilig en liquide is en er bovendien zoals gezegd een perceptie leeft dat centrale banken altijd een crisis op kunnen vangen, nemen financiële partijen vaak steeds meer risico's om rendement te halen.

Wanneer steeds grotere risico's worden genomen, vallen uiteindelijk echter slachtoffers. Onder het oppervlak van het positieve beurs sentiment beginnen dan ook scheurtjes te ontstaan. De markt werd afgelopen weken opgeschrikt door een aantal pijnlijke gebeurtenissen.

Eerst ging schaduwbank en handelsfinancier [Greensill](#) ten onder, met grote verliezen voor Credit Suisse tot gevolg. Vervolgens implodeerde Archegos. Dit als hedgefonds opererende, maar als *family office* licht gereguleerde beursvehikel had met veel hefboom gespeculeerd op de waarde stijging van een select aantal bedrijven in de VS en China. [Banken](#) die in zee waren gegaan met dit fonds zaten op de blaren en moesten flinke verliezen nemen. Geschrokken en ook aangespoord door ongeruste toezichthouders herijken banken hun [relaties](#) met hedgefondsen. Dit pakt slecht uit, omdat veel hefboomfinanciering zal moeten worden afgebouwd.

Centrale banken zijn het probleem

Het marktsentiment draait dan ook langzaam maar zeker, de markt verkraapt. Het begint bovendien te dagen dat de gedroomde economische groei en de hogere inflatie wel eens langer op zich kunnen laten wachten dan eerder ingeschat. Ook hierdoor worden veiliger posities opgezocht. De dollar wordt weer duurder, belangrijke grondstoffen als koper en olie dalen, de rentestijging zet niet echt door. Wat niet helpt, is dat er ook barstjes beginnen te ontstaan in de almacht van centrale banken.

De rol van centrale banken is de afgelopen decennia flink veranderd. Daar zijn ze zelf echter pas zeer laat achter gekomen. Recent eigen [onderzoek](#) door de Amerikaanse centrale bank (Fed) komt tot een voor de bank verontrustende conclusie. De liquiditeit in de schaduwbanksector hangt af van de hoeveelheid onderpand dat er voor handen is. In tijden van stress neemt de hoeveelheid af omdat financiële partijen het niet graag willen uitlenen. Als de stress omslaat in paniek stappen centrale banken in om de markt tot rust te brengen.

Systeemrisico

En hoe doen ze dat? Door het opkopen van staatsleningen, hypotheekleningen en bedrijfsleningen. De aankopen worden gedaan met nieuw gecreëerde bankreserves. Die blijven echter op de balans van de centrale bank staan en worden dus niet

gebruikt voor kredietverlening. De schaduwbank sector heeft geen behoefte aan bankreserves, maar aan onderpand. Door dit op te kopen creëren centrale banken paradoxaal meer risico's in het systeem.

Er blijft voor de markt op zulke momenten minder onderpand over om te kunnen verhandelen. Dit vergroot de illiquiditeit en verergert de problemen. Onderpand dat nog voor handen is, wordt hergebruikt in onderpandketens, waardoor de onderlinge verwevenheid groter wordt. Het monetaire beleid dat is bedoeld om rust te brengen, veroorzaakt zo juist illiquiditeit en een groter systeemrisico.

Vertrouwen in de werking van centrale bankbeleid heeft geleid tot rust, meer risico's in financiële markten en hoge waarderingen. De combinatie van omvallende hedgefondsen, financiële verkrapping in de schaduwbanksector en minder vertrouwen in toekomstige economische groei kan echter snel een giftige cocktail worden die centrale banken ertoe dwingt nog weer grootschaliger in te grijpen. Het is te hopen dat de markt het vertrouwen heeft dat het beleid nog werkt. Zo niet, dan vormen de centrale banken geen onderdeel meer van de oplossing, maar van het probleem.