

De laatste aanval op de splitsing van de bank

‘Volcker Rule’ ontlokt enorme weerstand in financiële sector | Paul Volcker wuift bezwaren weg

ANALYSE
 JEAN VANEMPTEN

Paul Volcker, voormalig voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, ijvert voor een strikte scheiding bij banken tussen commercieel bankieren en handelen voor eigen rekening in risicovolle effecten. De financiële sector verzet zich daar heftig tegen, maar Volcker heeft een antwoord klaar op alle tegenwerpingen.

De financiële sector kreeg tot maandagavond om bezwaren tegen de invoering van de Volcker Rule in te dienen. Dat gebeurde massaal. Niet alleen Amerikaanse banken, maar ook de Europese Unie, Japan en Canada maken zich zorgen over het nakende verbod op het handelen voor eigen rekening in gecompliceerde financiële instrumenten.

De bedoeling van de Volcker Rule is te verhinderen dat spaargeld dat door de overheid wordt gegarandeerd, gebruikt wordt om in speculatieve instrumenten te beleggen. Dat moet een financiële crisis zoals in 2008 voorkomen. De regel wordt uiterlijk op 21 juli 2012 ingevoerd, als de laatste op-

merkingen zijn verwerkt. Paul Volcker anticeerde op de kritiek en veegde in zijn brief aan de overheid de belangrijkste stellingen van de financiële sector van tafel.

Stelling 1: het risico bij handelen voor eigen rekening is beperkt.

Mis, zegt Volcker. Het handelen voor eigen rekening brengt aanzienlijke nadelen mee, zoals de crisis van 2008 aantoonde. Bovendien ontwikkelt zich een cultuur waarbij een beperkte groep traders grote risico's nemen die de hele bank in gevaar brengen. Dat ondermijnt dan weer het dienstverlenende karakter van een commerciële bank. En handelen voor eigen rekening leidt mogelijk tot belangenvermenging en kan zich keren tegen de klanten van de bank.

Stelling 2: de splitsing verlaagt de liquiditeit.

Grote liquiditeit is niet noodzakelijk in het algemeen belang, antwoordt Volcker daarop. Sterker nog, argumenteert hij, grote liquiditeit geeft een vals veiligheidsgevoel en leidt zo tot het nemen van grotere risico's.

Stelling 3: de concurrentiekracht van de Amerikaanse financiële sector wordt ondermijnd.

Ook dat argument veegt Volcker van tafel. Volgens hem geeft het handelen voor eigen rekening

Volcker Rule

- **Wat?** Het verbod voor commerciële banken om voor eigen rekening te handelen.
- **Waarom?** Om te vermijden dat gegarandeerd spaargeld misbruikt wordt voor speculatie.
- **Wie?** Alle Amerikaanse banken die een beroep doen op het depositogarantiestelsel van de overheid.
- **Wanneer?** Invoering in juli 2012. Effectief vanaf 2014.

geen concurrentieel voordeel. Sterker, bij een bank die zich aan de regels moet houden, weten de klanten dat er geen belangenvermenging speelt. De bank kan bijvoorbeeld geen tegenpositie innemen tegen de klant.

Stelling 4: de voorgestelde regelgeving is veel te complex en te duur om in te voeren.

Paul Volcker erkent dat de invoering van de regelgeving een uitdaging betekent en dus kosten meebrengt. Maar hij herinnert eraan dat de hoge risico's die in het verleden genomen werden tot een

financiële catastrofe hebben geleid, en op die manier zware schade hebben toegebracht aan de financiële sector en aan de economie.

Bovendien overdrijven de financiële instellingen de complexiteit van de regelgeving en pogen ze zelf bijkomende uitzonderingen te verkrijgen die de regelgeving nog complexer maken. Volcker herinnert eraan dat zes grote banken goed zijn voor 93 procent van het inkomen uit trading. Het verbod treft dus een beperkte groep.

OPDRACHT

Ten slotte geeft Volcker nog wat goede raad mee, voor de banken en voor de toezichhouders.

Hij erkent dat de grote Amerikaanse banken moeilijk te managen zijn. Er is nood aan actief leiderschap, een waakzame raad van bestuur en stevige interne controles. Ook moet het principe van 'de klant komt eerst' in ere hersteld worden.

De overheid die de regelgeving moet invoeren, moet ook overwogen te werk gaan. Als dat gebeurt, dan kan de Volcker Rule op een redelijke en effectieve manier worden ingevoerd.

Zodra de definitieve teksten van de Volcker Rule van kracht worden, hebben de Amerikaanse instellingen nog tot 2014 om zich aan te passen en dan nog drie jaar om de regels volledig te implementeren.

De strenge centraal bankier

Paul Volcker (84, foto) was voorzitter van de Fed van 1979 tot 1987. Als Amerikaans centraal bankier voerde hij een strak monetair beleid om de inflatie te bedwingen. Voor dat beleid kreeg hij op het moment zelf veel kritiek, maar nadien lof omdat hij de basis had gelegd voor een gezonde economische groei. Volcker werd door president Ronald Reagan benoemd omdat hij zich niet ten volle achter de deregulering van de financiële sector schaarde. Volcker trad weer op de voor-

grond sinds de huidige financiële crisis begon in 2008. Hij spaarde zijn kritiek op bankiers niet. 'De belangrijkste vernieuwing van de afgelopen vijftig jaar in de financiële sector is de geldautomaat', liet hij zich ontvallen. Hij werd economisch adviseur van president Barack Obama en pleitte voor een scheiding tussen het handelen voor eigen rekening

en het bankieren met gewaarborgde deposito's. Obama voerde de (afgezwakte) regel in bij de bankenhervorming. JV



COLUMN

WALDORF

Minsky-moment

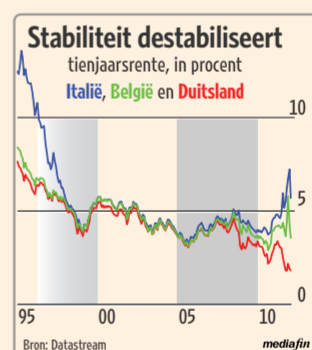
De financiële crisis mag haar vijfde kaarsje uitblazen. 'Kans op lelijke schok op financiële markten neemt toe', schreven we in De Tijd op 14 februari 2007. We verwezen toen naar probleemkredieten bij de bankenreus HSBC. We maakten kennis met termen als 'subprime'.

Hopelijk vieren we geen tiende verjaardag - of een zesde. Maar de crisis zit nog erg diep. Het is inmiddels duidelijk dat hier niet één schuldige bestaat, ook al zouden we die graag aanwijzen en met pek en veren bedekken. Dat zou deugd doen.

De academicus Roman Frydman, de auteur van 'Beyond Mechanical Markets', wijst het gros van de Nobelprijswinnaars Economie aan als hoofdschuldigen. Hyman Minsky zit zowat op dezelfde golflengte. Nu ja, zit: de economie is al 15 jaar dood. Tijdens zijn leven kende nagenoeg niemand hem. Vandaag is hij beroemd. In de Tijd-top van grootste economen aller tijden van 2010 haalde de Keynes-adept net niet de top10.

Minsky heeft zijn postume glorie te danken aan zijn correcte verklaring voor een crisis die ruim tien jaar na zijn dood zou plaatsgrijpen. 'Stabiliteit destabiliseert', schreef hij in de jaren 70. Als alles goed gaat, daalt al snel een speculatieve destructieve euforie neer over de mensheid.

Minsky deelt dat destabiliserende proces in drie stappen op. Een: de indekking. Wie schulden maakt, kan die probleemloos terugbetalen omdat zijn kasinkosten



groter zijn dan het bedrag en de rente van de schulden. Twee: de speculatie. De cashflows dekken nu enkel nog de rentebetalingen. In deze fase rekenen de schuldenaars erop dat de rentelasten niet stijgen en dat de waarde van het onderpand voor de lening niet zakt. Hoe langer de economische voorspoed duurt, hoe meer volk de stap van fase een naar fase twee zet.

Drie: de Ponzi-fase. De cashflows volstaan niet langer voor de renteaflissingen. De schuldenaar kan nu enkel nog hopen dat de waarde van zijn activa blijft stijgen, dat anderen de veel te dure activa tegen een hogere prijs willen kopen, en dat nog anderen nadien tegen nog hogere prijzen willen kopen. Charles Ponzi zette in 1920 een piramideconstructie op waarbij de 'winst' voor bestaande klanten eigenlijk de inleg was van almaar nieuwe klanten.

De Minsky-theorie is van alle tijden. Hoe langer de markten veilig lijken, hoe labiel ze worden. Een mooi voorbeeld is de convergentie van de euroleden, de langdurige stabiliteit van de euro en de divergentie sinds 2007. Het tijdstip van die ommekeer heet 'Minsky-moment': steeds meer spelers beseffen dat het onevenwicht gigantisch is geworden en trachten nog snel hun activa te verkopen. Ook de goede activa, zodat ook hun waarde fors begint te dalen en op de duur alles naar beneden dondert.

Zo'n Minsky-moment kan een poos duren. Vijf jaar en misschien meer. Maar dan moet het voorafgaande Minsky-proces echt wel de spuigaten zijn uitgelopen.

■ In Waldorf bespreekt Pierre Huylenbroeck dagelijks een stukje economische actualiteit.

BEAR & BULL

Sympathie voor 35-jarige gepensioneerden?

Straf: zonder steun van de overheid dreigt een bankroet voor de complete Portugese voetbaltop. De voetbalwereld stevent af op een faillissement als 80 clubs niet dringend steun krijgen om 33 miljoen schulden aan de fiscus af te betalen. 'We dragen bij tot een dynamische economie', rechtvaardigt de voorzitter van de Portugese voetbalbond de steunaanvraag. De vraag is of een sympathie is voor een job waar je op 35 met pensioen kunt... En of premier Passos Coelho geen grotere prioriteiten heeft. Het is trouwens kommer en kwel in 't voetbal: in Schotland dreigt het bankroet voor de blauwe helft van de Old Firm: Rangers. KVS



www.tijd.be/bbb

‘Sommige smallcaps zijn te small’

Te lage liquiditeit verhindert EValuation Capital om in beursdwerfen als Lotus en Zetes te beleggen

INTERVIEW
 STIJN DEMEESTER

‘Small is beautiful’, is het adagio van EValuation Capital, een hefboomfonds dat de Belgische en Nederlandse beurs afschuimt. ‘Maar sommige Belgische smallcaps zijn zo illiquide dat we er niet in kunnen beleggen, ook al willen we dat wel’, zeggen beheerders Charles Estourgie en Willem de Vlucht.

En dag nadat het Belgische shortverbod op financiële aandelen werd opgeheven, ontmoeten we Charles Estourgie en Willem de Vlucht. EValuation Capital, dat zich richt tot Belgische en Nederlandse beleggers, gaat zelf 'short'. Met andere woorden: het speelt in op een toekomstige koersdaling door geleende aandelen te verkopen. Maar shorten heeft voor hen niets met speculatie te maken.

‘Neem de drogbeulkraker CMB, waar we heel lang een shortpositie op hadden’, legt Estourgie uit. ‘CMB zat destijds in een markt waar de vraag fors afnam terwijl er wereldwijd 60 procent capaciteit bijkwam. Daarenboven had CMB op een zeer ongelukkig moment,



Fondsbeheerders Willem de Vlucht (links) en Charles Estourgie: ‘De ECB heeft een bodem onder de markt gelegd.’ © SVH

op het toppunt van de markt, geïnvesteerd. Wij gaan short vanuit een fundamentele aanpak.’

De Vlucht: ‘Een short-belegging verschilt in onze ogen niet van een long-belegging (waarbij de belegger inspeelt op een toekomstige koersstijging, red.). Het is hetzelfde soort huiswerk maar uit een verschillende optiek. Door de mix van long en short is ons fonds veel minder gevoelig voor de schommelingen van de markt.’

Estourgie: ‘Er wordt hier in België zoveel heisa gemaakt over shorten, maar er is niets nieuws aan. De praktijk is zo oud als de beurs zelf. Het aandeel van de Verenigde Oostindische Compagnie werd al geshort.’

Zit u short op Belgische aandelen?

Estourgie: ‘We hebben op dit moment geen shorts in België, want we zijn best positief voor de

beurs. De Europese Centrale Bank heeft in december een bodem gelegd onder de markt. Europese aandelen noteren tegen amper 1 keer de boekwaarde. Volgens die maatstaf zijn Amerikaanse aandelen dubbel zo duur.’

De Vlucht: ‘De verwachtingen zijn getemperd. Economisch gaat het misschien niet super en de kwartaalresultaten zijn niet denderend, maar dat hoeft een prima beursjaar niet in de weg te staan.’

Vanwaar komt uw liefde voor smallcaps?

Estourgie: ‘Een aandeel als Bekaert wordt gevolgd door een horde analisten. Daar kunnen wij met onze analyse het verschil niet maken. Liever een aandeel dat maar door drie analisten gevolgd wordt. Daar kan je ontdekkingen doen. Zo zitten we al geruime tijd ‘long’ in Arseus, Thrombogenics en CFE.’

Is er ook een ondergrens?

Estourgie: ‘Zeker, en die is gedreven door liquiditeit. Bij sommige aandelen is de handel zo dun dat je alleen maar kan verkopen als je je prijs laat zakken. Maar zo haal je je rendement omlaag. Zetes vinden we een interessant, leuk, boeiend bedrijf, maar te illiquide om daar een positie in op te bouwen. Hetzelfde gaat op voor Lotus Bakeries. Fantastisch bedrijf, maar de handel is net te krap voor ons. Meer liquiditeit zou onze investeringsbeslissing heel wat makkelijker maken.’

Kan een bedrijf dat verhelpen?

Estourgie: ‘Soms gaat het vanzelf. Liquiditeit is een combinatie van beurskapitalisatie en het percentage vrij verhandelbare aandelen. Overnames, een kapitaalverhoging of een aandeelhouder die uitstapt kunnen die positief beïnvloeden.’