

Opgelet voor de Zwarte Zwaan

Geert Noels
CEO en chief economist van Econopolis & Partners



De afgelopen maanden hoorden we menig expert vertellen dat de crisis achter ons ligt. Is dit echter wel zo? De *fundamentals* van de wereldeconomie ogen nauwelijks beter dan een jaar geleden. Er is ruimte voor negatieve verrassingen. Hieronder presenteren we u een Econopolis top-5 van mogelijke 'zwarte zwanen' die in de volgende 3 jaar kunnen opduiken. In omgekeerde volgorde, met de meest plausibele het laatst...

De term *black swan* komt van een oude Europese misvatting dat alle zwanen wit zijn. In filosofische discussies werd vaak aan zwarte zwanen gerefereerd als men het over zeer onwaarschijnlijke gebeurtenissen had. Pas toen Willem de Vlamingh in 1679 tijdens een verkenningsstocht in West-Australië het bestaan van een zwarte zwaan ontdekte, kwam men tot het besef dat iets zeer onwaarschijnlijk toch kan voorvallen.

De term *black swan* werd in 2007 wereldberoemd naar aanleiding van de publicatie van Nassim Nicholas Talebs bestseller *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*.

In zijn boek identificeert Taleb een *black swan* met een gebeurtenis die aan drie voorwaarden voldoet. Ze moet totaal buiten het gangbare verwachtingspatroon liggen, ze moet een extreme impact hebben en ze moet verklaarbaar zijn na de feiten. Voorbeelden die door Taleb in zijn boek worden aangehaald zijn: het ontstaan van het internet, de pc, Wereldoorlog I en de aanslagen van 11 september 2001.

Ook de wereldwijde financiële crisis van 2007 tot 2009 was een typische *black swan*-gebeurtenis.

5. Chinese economische groei valt fors terug

China werd eind 2008 geconfronteerd met de beperkingen van haar exportgeleide groeiemodel toen de wereldhandel tot een virtuele stilstand kwam als gevolg van de financiële crisis in het Westen. De Chinese overheid reageerde prompt met een stimuleringspakket ter waarde van 586 miljard dollar, wat overeenkomt met zo'n 12 % van het bnp. Tevens werden de rentevoeten verlaagd en werden banken aangezet om de kredietgroei aan te zwengelen.

Ook de wereldwijde financiële crisis van 2007 tot 2009 was een typische *black swan*-gebeurtenis

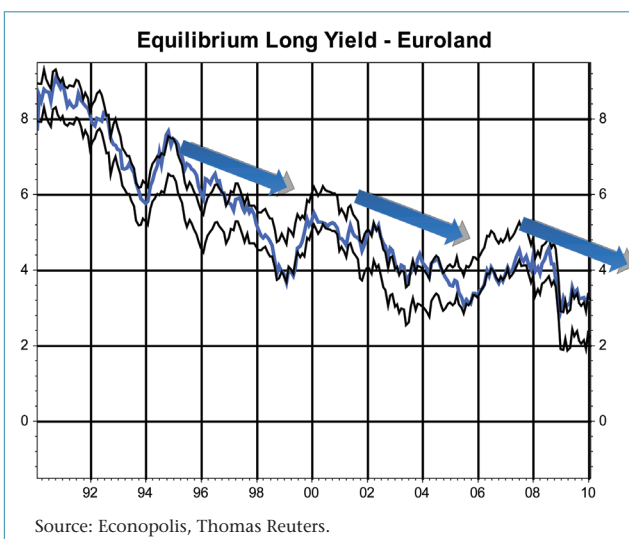
De fiscale en monetaire maatregelen misten hun effect niet. Na een afname van 7 % in het eerste kwartaal veerde de economische activiteit snel terug met een groei van

7,9 % in het tweede kwartaal. Dit cijfer steeg tot 9,1 % in het derde kwartaal en 10,7 % in het voorbije kwartaal. Ook de exportcijfers vertoonden een stevig herstel naar het einde van het jaar.

Bezorgd over een mogelijke oververhitting van de economie, voerde de Chinese overheid begin dit jaar verschillende maatregelen in om de kredietgroei opnieuw te beperken. De bezorgdheid van de overheid is terecht. Samen met de sterke stijging van het geldaanbod steeg het aantal uitstaande kredieten bij Chinese banken in 2009 met 25 % tot 5860 miljard dollar. Nogal wat van die kredieten lijken hun weg te hebben gevonden in de vastgoedmarkt waar verschillende zeepbellen zich momenteel manifesteren in termen van prijszetting en aanbod.

We achten het niet uitgesloten dat de wereldeconomie opnieuw in een recessie belandt

De Chinese overheid zal de volgende kwartalen dan ook haar monetaire politiek en kredietaan groei verder moeten verstrakken teneinde de vastgoedbubbel niet verder te laten groeien. Dit betekent wel dat de Chinese economie voor haar groeimomentum opnieuw meer afhankelijk wordt van exportactiviteiten. Hier zit nu juist het risico. China kan zich de volgende 12 maanden geen terugval in haar exportmomentum veroorloven. Dalende exportgroei cijfers zouden leiden tot een lagere economische groei. De regering moet immers eerst de huidige kredietexcessen wegwerken vooraleer ze opnieuw de binnenlandse vraag en investeringen kan gaan stimuleren. Een lagere economische groei zou ook de kansen verhogen op een uiteenspatten van de zeepbellen in de vastgoedsector waardoor de Chinese economische groei nog meer in de problemen zou komen.



4. Marktbodem van 2009 wordt hertest

De marktbodem van 2009 werd gekenmerkt door een klimaat waarin de solvabiliteit van de globale financiële marktspelers in twijfel werd getrokken. Een serie van grootschalige gecoördineerde monetaire en fiscale initiatieven binnen de G20-landen konden de liquiditeit en het geloof in de solvabiliteit van het financieel systeem herstellen. De patiënt is dus uit intensieve zorgen, maar is hij reeds bestand tegen een nieuwe schok en wat zou die dan zijn?

Vooruitkijkend zien we twee stressfactoren die de aandelenmarkten opnieuw zwaar onder druk kunnen zetten.

Als eerste factor zouden we het risico op een significante daling in de langetermijnrentevoeten willen aanhalen. Levensverzekeringsmaatschappijen, die in veel van hun producten een minimumrendement garanderen, zouden hierdoor in een situatie belanden waarbij het door hen gegarandeerde rendement hoger komt te liggen dan het rendement op hun beleggingsportefeuille. Banken van hun kant zouden door een vlakkere rentecurve lagere interestinkomsten boeken en opnieuw onder druk komen om hun rendabiliteit op te krikken. Het spreekt voor zich dat een verhoogde stress in de financiële sector ook de bredere aandelenmarkt onder druk zou zetten.

Een tweede factor betreft een terugval in het economische groeimomentum. Sinds midden vorig jaar vertoont de wereldeconomie weer een positief groeimomentum dat vooral werd gedreven door een heraanvullen van de bedrijfsvoorraden en een voorzichtig herstel van de consumptievraag. We achten het zelfs niet uitgesloten dat de wereldeconomie opnieuw in een recessie belandt. In de volgende paragrafen gaan we hier verder op in.

3. De wereldeconomie hervalt in een recessie

Minder dan 1 jaar na het dieptepunt van de economische crisis geloven sommige commentatoren dat de wereldeconomie een duurzaam herstel heeft ingezet waarbij de monetaire politiek snel genormaliseerd zal worden en de overheidstekorten gaandeweg zullen verkleinen. We delen deze visie niet en zijn van oordeel dat het huidige herstel nog zeer precair is.

Een recente studie door het McKinsey Global Institute toonde aan dat een financiële crisis bijna altijd wordt gevolgd door een periode van schuldafbouw. Een andere conclusie van het rapport was dat schuldafbouw pijnlijk is, gemiddeld zes tot zeven jaar duurt en gepaard gaat met een daling van de schuld over bnp-ratio met 25 %.

In het basisscenario verwachten we een zwak economisch herstel, waarbij de werkloosheid hardnekkig hoog blijft, de consumptie ondermaats en de overheden een wankel evenwicht moeten zoeken tussen economische stimuli en fiscale discipline.

Binnen deze context van schuldafbouw en een zwakke finale vraag is de kans op een nieuwe recessie niet verwaarloosbaar klein. De centrale banken hebben de voorbije 2 jaar immers reeds het gros van hun munitie gebruikt en moeten nu stilletjes hopen dat het recente groeimomentum aanhoudt.

2. Staken van betaling van de overheidsschuld

Het herwinnen van enige stabiliteit op de financiële markten kwam met een heftig prijskaartje voor de betrokken regeringen. Economische stimuleringsmaatregelen en nood-

hulp aan de financiële sector duwden in vele landen het budgettekort diep in het rood. Landen met een hoge schuldgraad en een zwakke *track record* inzake fiscale discipline, zoals Griekenland, zagen in de voorbije weken hun kredietrisicopremie gevoelig stijgen. In januari slaagde Griekenland erin een deel van zijn schuld te herfinancieren. De Griekse overheid zou hier echter geen garantie van toekomstige beleggersvraag in mogen lezen.

Tekenen van een significante terugval in de globale economische activiteit zou de vraag naar risicopapier snel doen opdrogen en een overheidspapiercrisis veroorzaken in landen met een hoge schuldgraad. In dergelijk scenario is het niet ondenkbeeldig dat sommige landen overgaan tot een staking van betaling op hun overheidsschuld.

Er is ruimte om de lange rentevoeten verder te laten dalen

1. Lange rentevoeten vallen onder de 3 % in de eurozone

In overeenstemming met ons basisscenario van een zwak economisch herstel anticiperen we dat de inflatieverwachtingen neerwaarts moeten worden bijgesteld. Dit impliceert eveneens dat de centrale banken langer dan verwacht de geldmarktrente laag zullen houden.

Er is bijgevolg ruimte om de langerentevoeten verder te laten dalen. Een verhoogde risico-aversie bij beleggers zou de vlucht naar kwaliteit en lagere langerentevoeten op kwalitatief hoog overheidspapier moeten bestendigen. ●