

Het “eeuwige” spaaroverschot



Geert Gielens

Directeur Economic Affairs & Statistics
Febelfin

ABSTRACT

Belgium used to be known as a country with a high tendency to save. The banking sector managed to inject this savings mass into the real economy. There is hence no systematic savings surplus. However, since the beginning of the COVID crisis savings increased strongly and part of these savings must be placed overnight with the ECB. The COVID pandemic thus shows that supply and demand in our financial markets are not well aligned and that there are some missing links in our financial landscape.

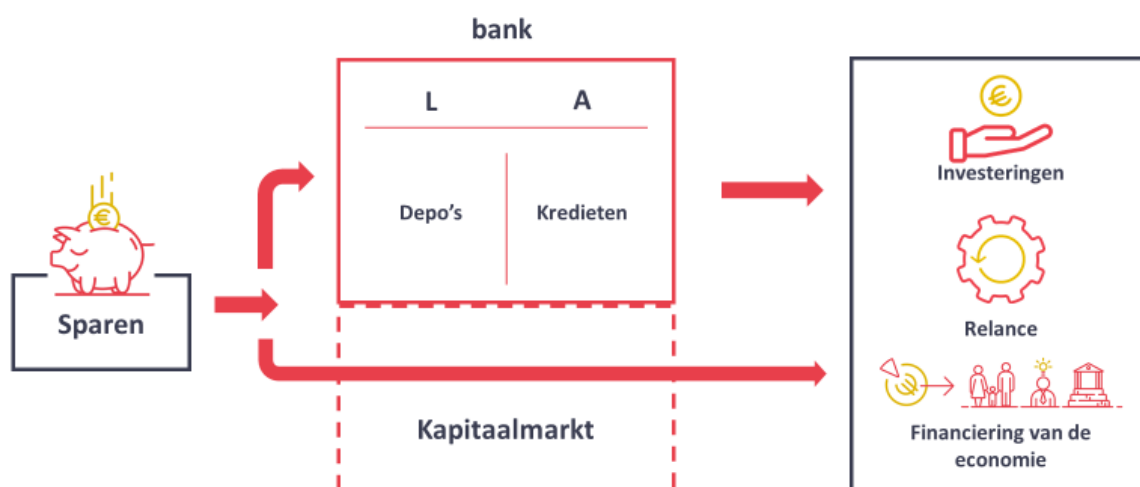
België stond bekend als een land met een hoge spaarquote. De banksector slaagde er altijd in om het spaargeld in de reële economie te injecteren. Er is in die zin dus geen systematisch spaaroverschot. Sinds het begin van de covid-crisis groeien de spaargelden echter sterk en moet een deel op deposito bij de ECB worden geplaatst. De covidpandemie laat dus zien dat vraag en aanbod in onze financiële markt niet perfect op elkaar zijn afgesteld en dat er ontbrekende schakels zijn.

Inleiding

Belgen zijn spaarders en dus staat België al decennialang bekend als een land met een groot spaaroverschot. Macro-economisch gezien klopt dit ook. Wanneer we van het bruto binnenlands product de consumptie door gezinnen en overheid en investeringen aftrekken, houden we een positief saldo over. Maar het is een heel andere vraag of er micro-economisch gezien ook een spaaroverschot bestaat. Injecteren de banken het spaargeld van gezinnen en bedrijven terug in de economie in de vorm van leningen of blijft er een deel ongebruikt? Zeker in deze coronatijden, wanneer een aantal bedrijven financiering zoekt en er uitzonderlijke maatregelen zoals staatswaarborgen en betalingsuitstel gebruikt worden, is die vraag niet onbelangrijk.

Spaargeld kan rechtstreeks en onrechtstreeks naar de economie vloeien. In België en eigenlijk in heel Europa is vooral de onrechtstreekse manier, via de banken, het belangrijkste kanaal om de economie te financieren. Onderstaande figuur geeft de twee kanalen schematisch weer.

Financiering van de economie



Gezinnen en bedrijven plaatsen hun spaargeld op deposito's bij de banken en zij geven op hun beurt leningen aan gezinnen of bedrijven en financieren zo de economie. De banken spelen dus de rol van tussenpersoon, maar niet enkel dat. Ze veranderen immers ook de eigenschappen, zoals bijvoorbeeld de looptijd, van de deposito's die ze ontvangen om er een lening van te maken. Verder nemen ze ook de bijhorende risico's, zoals het risico op niet terugbetaling van een lening, voor eigen rekening.

In het rechtstreekse kanaal vloeit het (spaar)geld zonder tussenpersoon naar de investeerder. Dit gebeurt door op de primaire kapitaalmarkt obligaties of aandelen te kopen van instellingen die geld willen ophalen. Banken spelen in dit circuit ook een rol. Ze begeleiden de uitgevende instelling bij de emissie en plaatsen de aandelen of obligaties bij hun cliënteel.

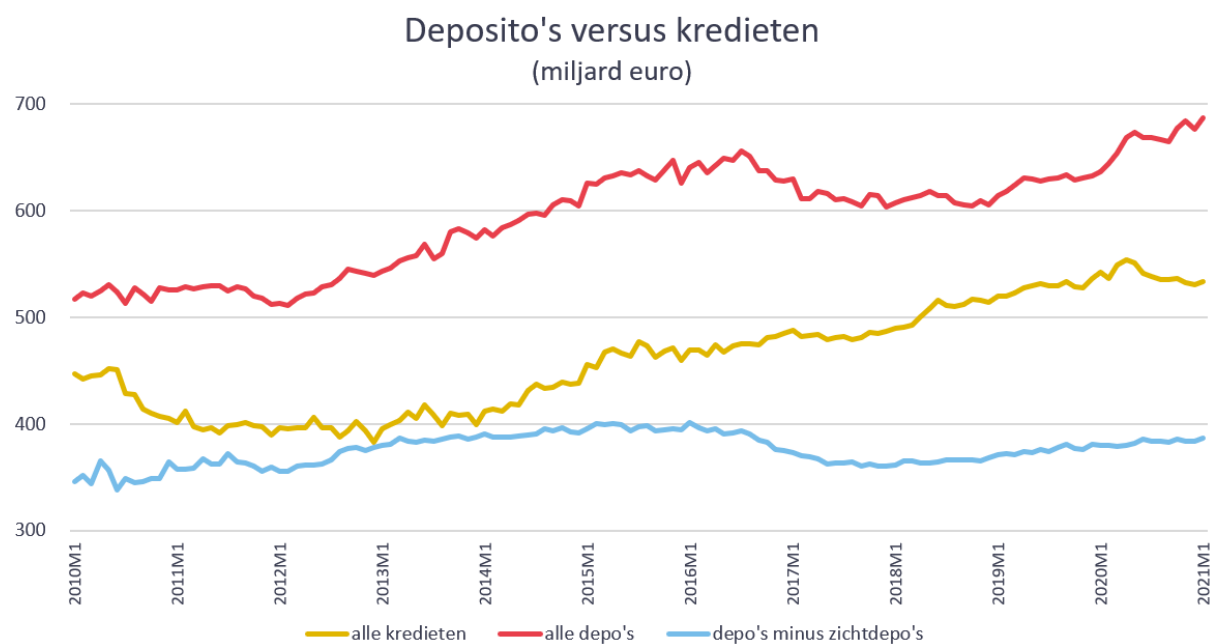
Bovendien bieden banken aan hun retail cliënteel ook fondsen en beleggingen aan. Ook op deze wijze vloeit er geld van deposito's naar de markt. In dit laatste geval worden bedrijven niet rechtstreeks gefinancierd, maar wordt er in deze secundaire markt wel liquiditeit

ingebracht. Zonder deze liquiditeit kan de primaire markt eigenlijk niet bestaan of zou ze veel duurder zijn. Want beleggers willen de mogelijkheid om uit hun belegging te stappen zonder de prijs te beïnvloeden. Er moet met andere woorden altijd een koper gevonden worden voor de posities die verkocht worden. Er moet liquiditeit in de markt zijn.

De reputatie van de Belgen als grote spaarders is evenwel tanend. Voor 2010 hadden we net zoals Duitsland een spaarquote van rond de 18%, maar sindsdien sparen we jaarlijks behoorlijk minder. In 2019, voor de coronacrisis, bedroeg onze spaarquote nog 13% en zaten we op het gemiddelde van de eurozone. In Nederland en Frankrijk, maar ook in Zweden, wordt sinds 2011-2012 een groter deel van het beschikbare inkomen gespaard dan in België. Dit was voor 2010 nooit het geval.

De banken activeren het spaargeld, maar het coronavirus strooit roet in het eten

De meest eenvoudige manier om na te gaan of de bankintermediatie efficiënt werkt, is door te kijken naar de balansposten van het Belgische bankwezen. De grafiek hieronder geeft de tijdreeksen van de uitstaande volumes aan deposito's en kredieten weer sinds 2010.



Bron: Febelfin op basis van gegevens van de NBB

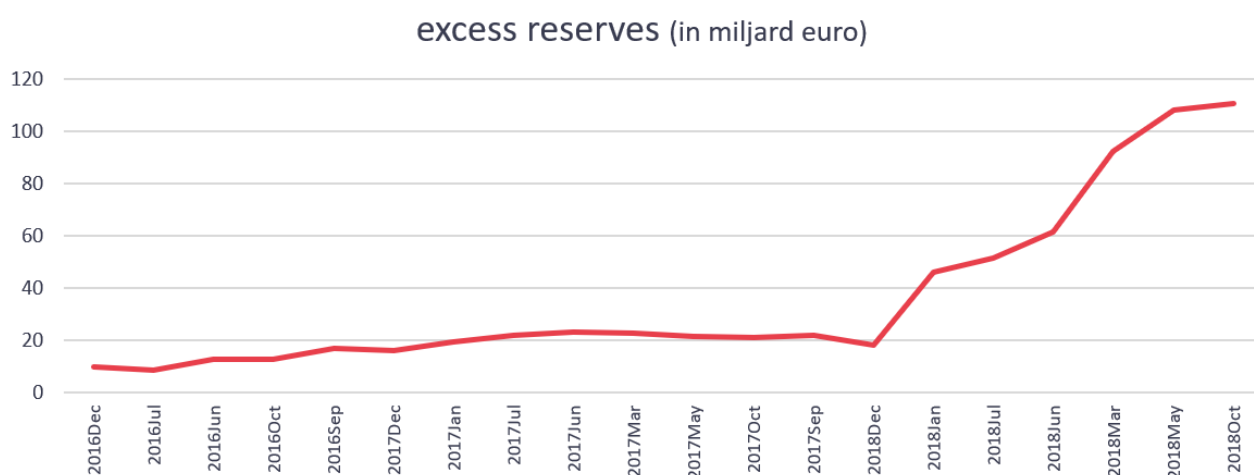
Op het eerste zicht lijkt er inderdaad een redelijk groot spaaroverschot te bestaan. Het totaal uitstaande volume aan deposito's is voor de meeste jaren van het laatste decennium 100 miljard euro groter dan de stock aan kredieten. Maar deze vaststelling gaat volledig en ten onrechte voorbij aan de complexiteit van het balansbeheer van een bank en aan de beperkingen die voortvloeien uit de regelgeving.

Liquiditeitsratio's zoals de Liquidity Coverage Ratio (LCR) en de Net Stable Funding Ratio (NSFR) en de door de SRB opgelegde regels in verband met Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities (MREL) bepalen mee wat de fundingmix is van een bank en hoe die middelen getransformeerd kunnen worden in activa (kredieten).

Dit kan misschien eenvoudig geïllustreerd worden door te bedenken dat het concept "alle deposito's" ook de zichtrekeningen omvat. Geld op deze rekeningen is onmiddellijk opvraagbaar en kan je dus uit stabiliteitsoverwegingen niet (volledig) gebruiken om (lange) termijnekredieten te geven. Wanneer we in bovenstaande grafiek abstractie maken van de zichtrekeningen, dan bekomen we de blauwe tijdreeks. Deze ligt altijd lager dan de toegekende kredieten en dit schijnt aan te geven dat het "stabiele" deel van het spaargeld effectief volledig benut wordt om op een veilige manier kredieten te verstrekken.

Beide mogelijke conclusies zijn echter gebaseerd op een extreme hypothese: ofwel het geld op zichtrekeningen volledig gebruiken om kredieten te verstrekken ofwel het helemaal niet gebruiken. In realiteit wordt het geld van lopende rekeningen in zekere mate wel gebruikt, maar hierover bestaan geen statistieken. Je kan uit bovenstaande grafiek dus niet echt een conclusie trekken over het bestaan van een "spaaroverschot".

Een betere indicator zijn de excess reserves, de reserves bovenop de verplichte minimumreserves. Het monetaire systeem is een gesloten circuit en het geld dat banken niet gebruiken, moet na het sluiten van de markt in (overnight) deposito geplaatst worden bij de ECB. Wanneer banken het spaargeld niet optimaal gebruiken om de economie te financieren, moeten ze grote excess reserves hebben. Onderstaande grafiek toont de evolutie van de excess reserves van het Belgische bankwezen sinds 2016.



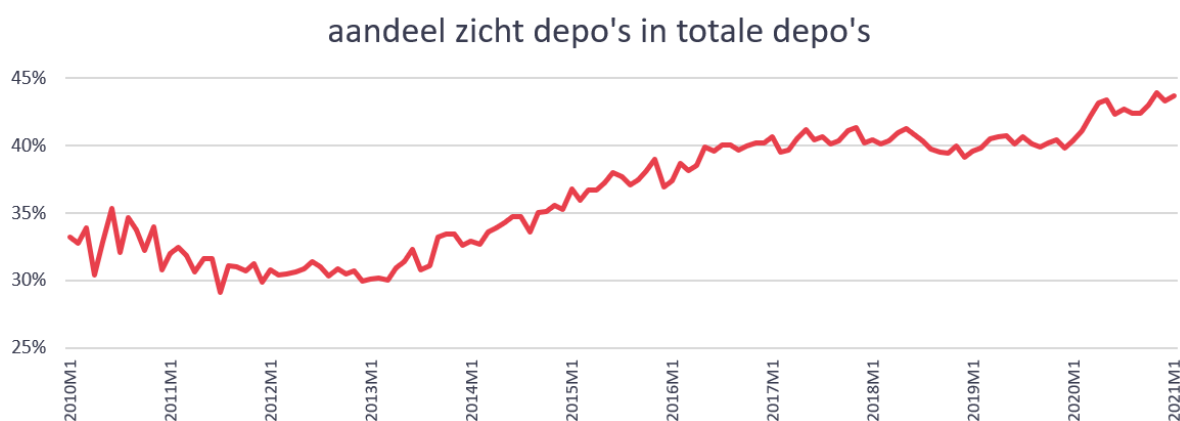
Bron: Febelfin op basis van gegevens van de ECB

Het valt op dat sinds het begin van de coronacrisis de excess reserves sterk toenemen. Voor 2020 zijn ze beperkt tot een paar procenten van de totale hoeveelheid kredieten en stijgen ze maar heel geleidelijk. Van een belangrijk of systematisch “spaaroverschot” voorafgaand aan de coronacrisis kan je dus niet spreken. De pandemie is duidelijk een zandkorrel in het raderwerk van de bankintermediatie en de banken slagen er (tijdelijk) niet in om de massa spaargeld die ze binnen krijgen volledig te transformeren naar kredieten. Omwille van de negatieve depositorente (-0,50%) leiden deze overnight plaatsingen, in functie van de geldende regels in verband met de tiering, bovendien tot betalingen van de commerciële banken aan de ECB. Het spaargeld niet in kredieten omzetten, wordt dus de facto door de ECB afgestraft.

Er is maar één echte TINA: het deposito

De reden waarom er tijdelijk over spaaroverschotten gesproken kan worden is dubbel. Langs de ene kant is er een verlaagde vraag naar investeringskredieten omwille van de pandemie (ERMG, 2021), langs de andere kant hebben de lockdowns en de overheidsmaatregelen ervoor gezorgd dat het beschikbare gezinsinkomen grotendeels op peil bleef, terwijl de mogelijkheden tot consumptie beperkt werden. De spaarquote steeg dus fel. De NBB rapporteert begin 2020 een spaarquote van 19% tegen gemiddeld 13% voor 2019.

De gezinnen kozen ervoor om dat extra spaargeld op deposito's en vooral op zichtdeposito's te plaatsen. Deze trend is weliswaar niet nieuw maar versnelde substantieel begin 2020. Hierbij komt dat tussen 2015 en 2018 het aandeel deposito's in het totale financiële vermogen van gezinnen ook gevoelig toenam. In deze periode drukte de ECB met haar monetair beleid de rentes naar absolute laagteniveaus terwijl de beurs (MSCI World index) in die periode een geannualiseerd rendement van meer dan 10% kende.



Bron: Febelfin op basis van gegevens van de NBB

Het deposito is dus de echte TINA voor de Belg. Dit werd ook bevestigd in een enquête van Mediahuis over de Belg en zijn geld (Mediahuis, 2021). Het feit dat veel geld naar zichtrekeningen vloeit, bemoeilijkt de intermediatiefunctie van de banken.

Het portefeuilledrag dat uit deze cijfers blijkt, kan op twee gronden verklaard worden. Langs de ene kant kan de portfoliokeuze een bewuste keuze zijn en wijzen op een sterke graad van risico-aversie. Academische studies bevestigen effectief dat de Belgische spaarder eerder risicoavers is (Gandelman and Hernandez-Murillio, 2014), maar misschien toch niet meer dan de Duitse of Nederlandse (Ferreira, 2018).

Een tweede en gerelateerde verklaringsgrond ligt in het niveau van financiële geletterdheid. Studies tonen aan dat financiële geletterdheid een invloed uitoefent op de mate van portfoliodiversificatie (von Gaudecker, 2011). De sterke voorkeur voor deposito's, in periodes van ultra lage en negatieve rente, kan in die context wijzen op de noodzaak aan meer financiële vorming.

De sterkte van risicoaversie kan ook vanuit andere hoek, deels, gerelativeerd worden. Ad hoc observaties uit de primaire kapitaalmarkt tonen aan dat wanneer beleggingen met een vaste coupon aangeboden worden aan niet-institutionele klanten, de plaatsingen vaak zeer vlot verlopen ondanks het feit dat deze beleggingen een hoger risicokarakter hebben dan een bancair deposito. Deze vaststelling schijnt aan te tonen dat retail investeerders eerder een belegging zoeken met een vastgelegde cashflow (coupons) en dat wanneer ze deze niet kunnen vinden, ze het geld gewoon op een rekening plaatsen. Er is met andere woorden ook een mismatch tussen wat spaarders/beleggers zoeken als investering en wat er in de markt aangeboden wordt in tijden van extreem expansief monetair beleid. Indirect zorgt het monetaire beleid zo misschien ook voor een minder performante bankintermediatie.

Mismatches in de Belgische financiële markt

Tijdens deze coronacrisis wordt het duidelijk dat binnen de Belgische financiële markt vraag naar en aanbod van financiële middelen niet altijd optimaal op elkaar afgesteld zijn. Deze observatie geldt zowel voor het indirecte financieringskanaal via de banken als voor het directe via de kapitaalmarkten.

Het is duidelijk dat in de banksector voldoende fondsen en bereidheid aanwezig zijn om de economie te financieren. De kapitaalbuffers van de banken zijn robuust en liggen verscheidene procentpunten boven de prudentiële vereisten. Ook de liquiditeiten zijn aanwezig. De deposito's groeien aan en door de lage rentestand is de financieringskost voor financiële instellingen op de obligatiemarkten ook zeer laag.

Uit de laatste Bank Lending Survey (januari 2021) blijkt tot nu toe niet dat de voorwaarden voor nieuwe kredieten, na jaren versoepeld te zijn, heel sterk zouden verzwaaard zijn. De

vraag naar fondsen is evenwel niet afgestemd op het aanbod. Na de herhaaldelijke lockdowns blijkt er bij de zwaarst getroffen bedrijfssectoren eerder nood te bestaan aan het opkrikken van de solvabiliteit dan aan het verhogen van het vreemd vermogen. Gegeven de regelgeving (verbod op aanhouden van equity) en de wetgeving (de KMO-wet) mogen de banken niet aan die vraag voldoen.

Ondanks de economische impact van de coronacrisis, is de kredietverlening van de banken aan de bedrijven en de gezinnen toch blijven stijgen. De kracht van deze stijging nam wel gevoelig af. Op zich is dat niet verbazingwekkend gezien de kredietcyclus op de economische volgt. Om terug een sterke stijging in de kredietverlening te krijgen, moet de economie eerst opleven. De kredietverlening heeft immers een hefboomwerking op de bestaande economische realiteit.

Om het onevenwicht tussen de vraag naar en het aanbod van fondsen weg te werken, moet dus in eerste instantie de economie zo snel mogelijk heropenen. Zolang er lockdowns mogelijk zijn, blijft het economische herstel te beperkt en blijven investeringen achterwege.

In tweede orde moeten via fondsen, zoals bijvoorbeeld het Transformatiefonds, eigen middelen verschaft worden aan de levensvatbare bedrijven die omwille van de lockdowns solvabiliteitstekorten kennen. De banksector kan in dit proces een rol spelen door haar kredietanalysecapaciteit, een van haar kernpunten, ter beschikking te stellen van die fondsen. Eens die bedrijven dan terug voldoende solvabiliteit hebben, komen ze weer in aanmerking voor bancaire kredieten. In derde instantie moeten bedrijfs- en overheidsinvesteringen gestimuleerd worden, via onder andere fiscale stimuli.

Het directe financieringskanaal lijdt onder het feit dat de meest gewenste beleggingen, financiële activa met een vaste opbrengst, slechts in zeer beperkte mate naar de retailmarkt komen. Risicoaversie of een te beperkte financiële geletterdheid duwen spaarders bij gebrek aan wat ze zoeken in de richting van 'veilige' bankdeposito's en leiden hen naar conservatieve beleggersprofielen. Inzetten op financiële geletterdheid en vorming moet permanent blijven gebeuren zodat portfoliokeuzes met de juiste kennis van zaken worden gemaakt.

In dit opzicht kan men zich ook nog twee andere vragen stellen. Men kan zich ten eerste afvragen of de balans tussen veiligheid en risiconame op macrovlak nog in evenwicht is. Correcte informatieverschaffing en bescherming zijn uiteraard na te streven doelen. Alleen, vooruitgang en ook economische vooruitgang komen er vaak pas na een proces van vallen en opstaan. Dat proces is onzeker en er zijn risico's aan verbonden. Aanvaarden we nog wel in voldoende mate die risico's in onze maatschappij en in onze regelgeving?

Tot slot kan men ook de vraag stellen of onze kapitaalmarkten werken zoals het hoort. Wegen de baten van kapitaalmarktfinanciering nog op tegen de lasten? Beschikken we over

instellingen die startups, scale-ups, bedrijven in moeilijkheden, ... voorzien van de nodige fondsen?

Conclusie

Er is geen sprake van een systematisch spaaroverschot. De banksector gebruikt de spaargelden die ze verzamelt volledig om de economie te financieren. Maar de huidige coronacrisis strooit zand in dat raderwerk van bankintermediatie. Door een terugvallende investeringsvraag en een toevloed aan werkmiddelen op deposito's en vooral lopende rekeningen, kampt de banksector met excess reserves, waarvoor zij door de ECB gepenaliseerd wordt.

Door risicoaversie en een te beperkte financiële geletterdheid plaatsen de spaarders hun tegoeden voornamelijk op deposito's. Conservatieve beleggersprofielen en een gebrek aan beleggingsinstrumenten die een positieve cashflow bieden, versterken deze tendens. Er bestaan onevenwichten in onze financiële markten die maar weggewerkt kunnen worden door ons financieel landschap aan te vullen en financiële vormen te stimuleren.

###

Referenties

- 1) Economic Risk Management Group (ERMG), [2021, https://www.nbb.be/doc/ts/other/ermg/20210224-](https://www.nbb.be/doc/ts/other/ermg/20210224-)
- 2) Ferreira, 2018, "Cross country differences in risk attitudes towards financial investment", <https://voxeu.org/article/cross-country-differences-risk-attitudes-towards-financial-investment>.
- 3) Gandelman, N. en Hernandez-Murillio, R., 2014, "Risk aversion at the country level", Federal Reserve Bank of Saint Louis, working paper 2014-005B.
- 4) von Gaudecker, 2011, "How does household portfolio diversification vary with financial sophistication and advice?", Mannheim research institute for the economics of aging, working paper 238.