



De 'groene petten' zijn leden van de beweging van kleine aandeelhouders van de Nationale Bank. De beleggers reageerden woensdag vooral op de magere vooruitzichten voor het dividend.

Kan onze Nationale Bank failliet gaan?

Het **miljardenverlies** van de Nationale Bank van België roept veel vragen op. Wat als de verliezen groter zijn dan de buffer van de instelling en wat zijn de vooruitzichten voor beleggers in het aandeel?

Bas Van der Hout
Redacteur Beleggen



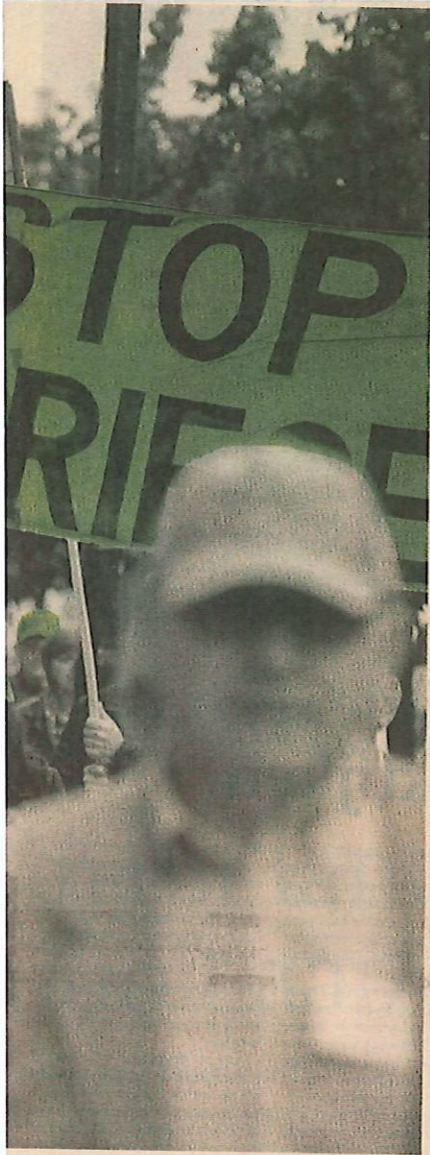
Tot 9 miljard euro. Zo hoog kan het verlies van de Nationale Bank tegen 2027 oplopen. Voor dit jaar alleen al voorspelt de instelling een rood cijfer tussen 600 miljoen en 800 miljoen euro, het eerste verlies sinds de Tweede Wereldoorlog of kort daarna. Bij het openen van de beurs woensdag donderde het aandeel meteen de dieperik in.

Waarom is een positieve rente nu een probleem voor de Nationale Bank?

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft de beleidsrente de afgelopen maanden stevig opgetrokken naar 1,5 procent. Daardoor is de Nationale Bank van België, net zoals andere centrale banken, nu verplicht die rente te betalen op de vele miljarden die banken bij haar parkeren. 'Per verhoging van de ECB met 25 basispunten stijgen de kosten van de Nationale Bank op jaarbasis met ongeveer 310 miljoen euro', raamt de instelling.

'Het is niet nieuw dat banken een positieve rente ontvangen op de reserves die ze bij de centrale bank aanhouden', stelde ING-econoom Carsten Brzeski in een rapport in oktober. 'Dat nieuwe normaal was altijd al realiteit. Toch is de huidige situatie totaal anders dan het verleden omdat de overvloedige liquiditeiten die in het banksysteem zijn gekomen extreem hoog zijn door obligatieaankopen en negatieve rentes'. De ECB kocht vooral obligaties over van banken, die vervolgens in ruil daarvoor cash kregen.

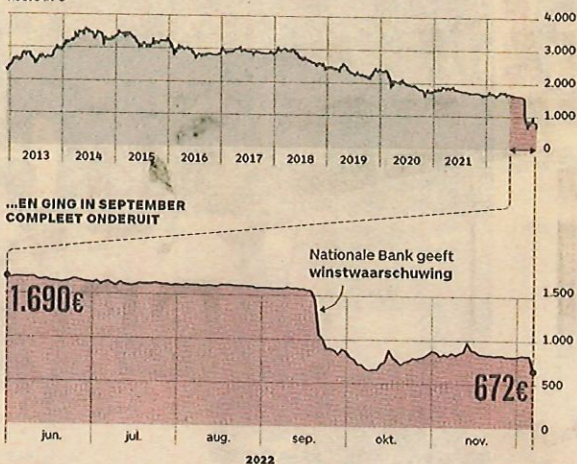
Dat zegt ook Ivo Arnold, professor economie aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. 'De fors gegroeide balans van de ECB heeft tot veel overvloedige reserves in het banksysteem geleid. De verliezen zijn vooral zo groot omdat het snel aantikt als een centrale bank rente moet betalen op zo'n grote hoeveelheid reserves. De inflatie was natuurlijk een verrassing en dus mogelijk ook de fors hogere beleidsrente.



H. BROUCKE/PHOTO NEWS

AANDEEL NATIONALE BANK ZIT AL JAREN IN HET SUKKELSTRAATJE...

koers in €



Bron: Thomson Reuters Datastream

sitofaciliteit te stoppen waarover ze een negatieve rente betaalden. De rest konden ze elders stallen tegen nul procent rente. Hetzelfde zou kunnen nu de rentes positief zijn, waardoor de centrale banken geen rente hoeven te betalen op een deel van de reserves.

'Dat is vergelijkbaar met wat de Zweedse centrale bank al doet', zegt Brzeski. 'Die monetaire autoriteit trekt een grens waarboven geen rente meer wordt betaald aan de banken. Maar ze combineert het wel met ook liquiditeit uit de markt te halen.'

Een andere manier is banken de TLTRO-leningen (langlopende leningen) sneller doen terugbetalen. Eind oktober maakte de ECB de voorwaarden voor het spotgoedkoop leenprogramma al wat minder aantrekkelijk. Daardoor betaalden Europese banken bijna 300 miljard euro aan TLTRO-leningen terug. Dat laatste, het reduceren van de overvloedige liquiditeit in de markt, is volgens Brzeski ook een belangrijke eerste stap bij het voorkomen van een negatief eigen vermogen bij een centrale bank. De ECB kan dat realiseren door de balans te verkleinen, met andere woorden, door de staatsobligaties te verkopen die ze bij verscheidene opkoopprogramma's kocht.

Wat betekenen de verliezen voor het aandeel?

Het aandeel kreeg in september al een flinke opdoffer toen de Nationale Bank naar buiten bracht dat ze in 2022 een verlies zou optekenen. 'De verliezen zullen de volgende boekjaren verder oplopen', liet ze vervolgens ook weten. Dat was een schok voor beleggers, zeker omdat de Nationale Bank in 2021 nog 355 miljoen euro winst boekte en in de jaren daarvoor meer dan 600 miljoen.

Dinsdag kwam er dan een becijferde impact. Dat duwde het aandeel woensdag 18 procent lager naar 674 euro. Sinds begin dit jaar noteert het 59 procent lager.

Beleggers reageren vooral op de magere vooruitzichten voor het dividend. De Nationale Bank is voor de helft in handen van private aandeelhouders, de andere helft is van de Belgische overheid. Het eerste dividend van 1,50 euro is verzeerd dankzij een reservefonds. Maar het leeuwendeel van de uitkering zit in het tweede dividend, dat afhankelijk is van de opbrengst van de statutaire portefeuille (een beleggingsportefeuille van ruim 7 miljard euro waar vooral obligaties in zitten). Dat tweede dividend wordt dit jaar geschrapt.

Waar is de bodem voor het aandeel?

'Voor het betalen van meer rente aan commerciële banken lijkt de factuur nog maar pas goed op te lopen', zegt De Belegger. Het weekblad geeft een houdenadvies voor het aandeel en hangt er een hoger dan gemiddeld risicoprofiel aan vast. 'Als de gecumuleerde verliezen inderdaad tot 9 miljard euro oplopen, zou de boekwaarde als sneeuw voor de zon wegsmelten.'

'En dus gaat het dividend voor de bijl (het tweede dividend, red.), wellicht voor heel veel jaren. Met uitzondering van een bedelmuntje van 1,50 euro per aandeel (het eerste dividend, red.), zegt het blad, dat als een van de weinige het aandeel nog opvolgt.'

Als de Nationale Bank het tweede dividend de komende jaren inderdaad schrapt, zou het brutodividendrendement tegen de huidige koers van 670 euro nog geen 0,25 procent bedragen. Als een belegger dan een jaarlijks brutodividendrendement van 1,5 procent wil krijgen, moet hij wachten tot het aandeel is teruggevallen tot 100 euro. Hopelijk loopt het voor de vele goedheidsvaderbeleggers in de Nationale Bank zo'n vaart niet.

'Ik ben ervan overtuigd dat het verlies meer dan 9 miljard zal zijn'



'Wat nu gebeurt, heb ik jaren geleden al voorspeld', zegt Erik Geenen als we hem aan de lijn krijgen vanuit Kenia, waar hij woont. De

aandeelhoudersactivist met het groene petje voert al jaren een strijd tegen de beslissing van de Nationale Bank in de jaren 80 en 90 om 80 procent van haar goudvoorraad te verkopen. De meerwaarde op die verkoop werd overgedragen aan de Belgische staat om de staatsschuld te drukken. 'Alleen als een nationale bank voor 100 procent in handen is van de staat, is zo iets toegestaan. Zolang private aandeelhouders in het kapitaal zitten, is dat misdadig.'

Dat de renteverhogingen door de ECB de Nationale Bank fors in het rood duwen, zag Geenen al lang aankomen. 'Ik stel er al jaren consequent vragen over en heb de regentenraad per aangekondigde brief in gebreke gesteld. Op de algemene vergadering in mei werden mogelijke verliezen nog weggevlagen. Amper zeven maanden later geven ze toe dat het verlies kan oplopen tot 9 miljard euro. En ik ben er heilig van overtuigd dat het meer zal zijn.' Volgens Geenen hebben de andere private aandeelhouders, die samen 50 procent van het kapitaal bezitten, twee opties. 'Ofwel aanvaarden ze een totaal verlies op hun belegging, ofwel vechten ze mee tegen het mismanagement en het feit dat de regels van deugdelijk bestuur met de voeten getreden worden. Ik ga het alvast niet opgeven. Je kan de mensen blijven bedriegen, maar op een gegeven moment bots je tegen de muur. Op dat punt zijn we nu beland.'

'Beleggers die nu verkopen, lijden enorme schade'



Al jaren voert Jaak Van Der Gucht een verbeten strijd tegen de Nationale Bank, die haar reserverings- en dividendbeleid zou misbruiken,

ten voordele van de Belgische staat. Hij ving evenwel al meerdere keren bot in de rechtbank. 'Ik noem het georganiseerde misdaad. Ik vraag me af wat er nodig is om deze zaak eens echt grondig te onderzoeken.'

De aandeelhoudersactivist hekelde de communicatie van de Nationale Bank, die hij misleidend noemt. 'Net zoals in september vertikt ze het de belegger gerust te stellen. Als de buffer van 7 miljard euro de komende jaren inderdaad weggeslagen wordt, dan is er nog altijd een eigen vermogen van 12 miljard euro aan goudmeerwaarde. Dat komt neer op 30.000 euro per aandeel. In Nederland wordt zo iets meegedeeld aan de aandeelhouders, hier zwijgt de centrale bank daar bewust over.'

'De Nationale Bank probeert hier een opportuniteit te creëren om de kleine belegger uit het kapitaal te duwen', zegt Van Der Gucht. 'Alle beleggers die nu in paniek verkocht hebben, lijden een enorme schade als gevolg van deze bedrieglijke communicatie. En de beurswaakhond FSMA laat dat bewust passeren. Als ze het goed meende, dan had de Nationale Bank nog een tweede communicatie uitgestuurd met geruststellende woorden over het goud of de gebouwen in haar patrimonium.'

'Niet fijn, maar ik kan dit uitzweten'

'Het is zonde dat het aandeel zo'n pandoering krijgt, maar ik maak me er ook niet al te veel zorgen over', zegt een belegger met een tiental aandelen die liever anoniem blijft. Zijn positie in de Nationale Bank is de zwaarste van alle individuele aandelen in zijn portefeuille. Het verlies op dat belang bedraagt zo'n 8.000 euro.

De 35-jarige belegger kocht acht jaar geleden zijn eerste aandeel, dat tot september ruim 1.500 euro waard was. 'Waarom ik erin beleg? Het is een waarde-aandeel dat al lange tijd zwaar ondergewaardeerd is. Ondanks de koersval heb je met de Nationale Bank nog altijd een gigantische obligatieportefeuille, die miljarden waard is. Ook het activistische verhaal, waarbij Van Der Gucht strijd voert, trekt me aan. Ik betwijfel of de rechtbank zijn standpunt ooit zal volgen, maar ik steun hem.' Bij de vorige crash van de koers, in september, kocht de belegger, die bij een verzekeringsmaatschappij werkt, nog een aandeel bij. Ditmaal gaat hij de kat uit de boom kijken. 'Dankzij mijn lange beleggershorizon kan ik mijn stukken gewoon bijhouden. Het is geld dat ik niet meteen nodig heb, dus ik kan dit uitzweten.'

PIETERJAN NEIRYNCK

Mogelijk is de omvang van dat effect onderschat. Want dat de verliezen konden oplopen, was wel te verwachten. Daarom hadden enkele centrale banken hun buffers verhoogd.'

'Ondanks die extra buffers zien we dat de potentiële verliezen nu sneller op ons afkomen en de buffers overstijgen', zegt Brzeski. 'Daardoor is het nu ineens een denkbaar scenario dat centrale banken met een negatief eigen vermogen komen te zitten.'

Kan een centrale bank failliet gaan?

'Een centrale bank is geen gewone bank en kan in principe met een negatief eigen vermogen functioneren, omdat ze geld kan creëren', zegt Arnold. 'Het is dus geen economische wetmatigheid dat een centrale bank failliet gaat bij te grote verliezen. Maar er zijn andere gevolgen. De centrale banken dragen minder winst af aan de overheden.'

'Een kapitaalinjectie van de overheid is niet per se nodig om het eigen vermogen van een centrale bank op peil te houden'. Dat zegt ook Brzeski. 'Centrale banken kunnen de verliezen gewoon doorrollen.' Hij vreest wel voor het imago van monetaire autoriteiten. 'Zeker op een moment dat centrale banken hun best doen om hun geloofwaardigheid te herstellen als vechters tegen inflatie, zou een negatief eigen vermogen contraproductief zijn.'

'Sommige economisten vrezen inderdaad dat de verliezen geen goede indruk maken', zegt Arnold. 'Maar uiteindelijk is het gewoon een beleidskeuze van overheden om het eigen vermogen van centrale banken al dan niet aan te vullen.'

Hoe kunnen we de megaverliezen voor de centrale banken stoppen?

'Je kan besluiten geen rente te betalen op reserves. Ook dat is gewoon een beleidskeuze', zegt Arnold. Paul De Grauwe, professor aan de London School of Economics, toont zich daarop op Twitter een voorstander van. 'Waarom moeten banken een vergoeding krijgen op hun liquide middelen? Ze betalen zelf geen vergoeding op de zichtrekeningen die wij bij hen aanhouden. Centrale banken moeten en kunnen stoppen met het geven van geschenken.'

Ook Brzeski wijst daarop. 'Eerder gaf de ECB banken de mogelijkheid slechts een deel van hun reserves in de depo-