

# Ontkennen wereldwijde risico's niet langer mogelijk

DOOR JOOST VAN MIERLO

De wereld moet weer wennen aan het normaliseren van risico's. Het beleid van centrale banken heeft de risico's jarenlang gemaskeerd. En alleen degenen die blind zijn, snappen niet dat politieke risico's zijn toegenomen.

Dat stelt Willem Buiten, Special Economic Advisor van het Amerikaanse Citigroup. Met het onderschatten van de risico's zijn in zijn ogen wel weer de bouwstenen verzameld voor een nieuwe wereldwijde crisis. Die laat nog een jaar of twee, drie op zich wachten.

Het zijn stellige uitspraken. Buiten staat er bekend om. Citibank haalde hem indertijd, begin 2010 binnen, nadat hij de bank enkele maanden eerder nog had gekapitteld in zijn succesvolle blog *Maverecon* die hij schreef voor de *Financial Times*.

Het is volgens Buiten een illusie dat mensen leren van hun fouten. Ze maken zichzelf voortdurend wijs dat het 'deze keer anders is' met het opbouwen van ondraaglijke schulden. Het belangrijkste probleem is op dit moment waarschijnlijk Italië. Dat land stevent af op een schuldencrisis.

Eind volgend jaar of begin 2020 zal het conflict losbarsten. Daarbij vergeleken zijn de huidige problemen rondom Brexit een peulenschil. Het is echter lang niet het enige probleem waar de wereld mee te maken heeft.

**De kredietcrisis zit bij de meeste mensen nog vers in het geheugen. Toch worden risico's volgens u massaal genegeerd. Hoe kan dat?**

'Je leert niet van fouten zolang je niet echt met de consequenties wordt geconfronteerd. Dat is de les van de econoom Hyman Minsky, die veel over dit fenomeen heeft geschreven. Mensen hadden na het uitbreken van de kredietcrisis het gevoel dat een ramp was voorkomen.

Maar de schuldenberg die indertijd de crisis veroorzaakte, is niet opgeruimd. De schulden in Westerse landen zijn vergelijkbaar met die van voor de kredietcrisis en de situatie in Opkomende Markten is zelfs verslechterd. Dat is vragen om problemen. Een nieuwe crisis laat hoogstens twee, drie jaar op zich wachten.'

**U heeft het over het beleid van centrale banken. Wat is er misgegaan?**

'Het ruime monetaire beleid van centrale banken heeft ervoor gezorgd dat de verschillen tussen risicopremies voor tal van financiële activa wereldwijd kleiner werden of zelfs verdwenen. Dat is vragen om problemen.

De centrale banken hebben natuurlijk geen directe invloed op de verschillende risicopremies. Maar door de rentes op obligaties te drukken, ontstaat er een zogenoemde 'search for yield' waardoor het rendement op andere financiële instrumenten ook lager wordt. Dat zorgt ervoor dat er grote risico's worden genomen.'

**De situatie is aan het veranderen. In de Verenigde Staten is sprake van monetaire krimp. Gaat het snel genoeg?**

'In de Verenigde Staten is de Fed inderdaad de rente aan het verhogen, maar dat gaat allemaal niet zo snel. In Europa wordt het stimuleringsbeleid afgebouwd. Misschien dat het omslagpunt volgend jaar plaatsvindt. In Japan laat het allemaal nog wat langer op zich wachten. Het gaat allemaal tergend langzaam.

Neem als voorbeeld de risicopremie op Amerikaanse bedrijfsobligaties. Die is weliswaar iets gestegen, maar nog altijd belachelijk laag. Hetzelfde geldt voor de schuld van Amerikaanse huishoudens. Het is nog altijd erg gemakkelijk voor nauwelijks kredietwaardige Amerikanen om geld te lenen.

Het is overigens mijn verwachting dat de risicopremies verder zullen stijgen. Dat kan bijna niet anders zodra centrale banken de markt niet meer verstoren. Maar het is, zoals gezegd, een waanzinnig langzaam proces.'

**U heeft het over de risicopremies, maar ook de risicovrije rente is uitzonderlijk laag. Kan dat zo blijven?**

'Het is voor pensioenfondsen vervelend, maar dat zal inderdaad nog wel even het geval zijn. De lage risicovrije

rente, in sommige recente periodes zelfs negatief, wordt veroorzaakt door een spaaroverschot als gevolg van de invloed van sparende Chinezen. De tweede reden is de dalende productiviteit, vooral als gevolg van de stijgende hoeveelheid mensen op de arbeidsmarkt.

Het is een situatie die nog wel enige tijd aanhoudt. Ik voorzie dat de risicovrije rente het komende decennium niet veel meer dan 0,5% zal bedragen. Dat is heel wat minder dan de 2 tot 2,5% uit het verleden. Maar de situatie zal veranderen. De Chinese bevolking is aan het verouderen. Jonge mensen sparen voor hun oude dag. Naarmate ze ouder worden, wordt dat minder tot ze gaan interen op hun verzamelde spaargeld. De omslag vindt over een jaar of tien plaats, dat is nu al te voorzien.'

### **Dit zijn puur economische omstandigheden. Is de politieke situatie niet risicovol?**

'Ook daar is sprake geweest van jarenlange ontkenning. Brexit zou nooit gebeuren, tot de Britten ervoor kozen. Trump zou nooit verkozen worden tot Republikeinse kandidaat, laat staan dat hij kans maakte op het presidentschap. We zijn nu twee jaar verder en alles wijst erop dat hij over twee jaar zal worden herkozen.'

### **Oh ja?**

'De Democraten hebben vooralsnog geen geloofwaardige tegenkandidaat. Iedereen heeft het over Beto O'Rourke die er bijna in slaagde om de Republikeinse senator Ted Cruz te verslaan in Texas. Maar zijn belangrijkste verdienste is op dit moment dat hij een mooie toespraak hield bij het accepteren van zijn nederlaag. Dat is echt onvoldoende om Trump straks te verslaan.'

En intussen blijft Trump met vuur spelen in Noord-Korea en het Midden-Oosten en ontketent hij een handelsoorlog met China.'

### **De echte politieke risico's spitsen zich toe op de machtsstrijd tussen de Verenigde Staten en China. Hoe kijkt u daartegen aan?**

'Het is een bron van aanhoudende spanning. De Verenigde Staten is een grootmacht wiens invloed relatief afneemt, terwijl die van China relatief stijgt.'

Je kunt veel van Trump zeggen, maar dit begrijpt hij in ieder geval. Hij denkt echter dat de relatieve achteruitgang verklaard wordt door slechte overeenkomsten die zijn voorgangers hebben gesloten. Met het steunen van de Amerikaanse staalindustrie kiest hij feitelijk voor het beschermen tegen het slechte nieuws van gisteren.

De diagnose van de problemen die de Amerikanen hebben, deugt niet. Het medicijn dat hij toedient in de vorm van protectionisme is dan ook niet adequaat. De Amerikanen zouden moeten investeren in Onderzoek & Ontwikkeling en in het onderwijs. En er moeten vele honderden miljarden

worden besteed aan de krakkemikkige infrastructuur. Als daar nu mee zou worden begonnen, wat niet gebeurt, zou het achterstallig onderhoud over twintig jaar achter de rug zijn.'

### **Dat is de situatie in de Verenigde Staten. Hoe kijkt u tegen het beleid in China aan?**

'Dat is feitelijk ondoorzichtig. Ik heb geen flauw benul wat zich achter de schermen afspeelt. Op het oog is er sprake van een enorme machtsconcentratie bij president Xi Jinping. Dat is zorgelijk. Als hij de juiste beslissingen neemt, kan dat fantastische resultaten opleveren, maar het omgekeerde is het geval bij verkeerde beslissingen.'



### **CV**

1949	Geboren in Den Haag
1968	Afronding Europese School Brussel
1975	Promotie Yale University, USA
1976-1979	Hoogleraar Economie Princeton
1980-1982	Bristol University
1982-1985	London School of Economics
1994-2000	Hoogleraar Economie Trinity College Cambridge
1997-2000	Beleidscomité Bank of England
2000-2005	Hoofdeconoom EBRD
2005-2010	Adviseur Goldman Sachs
2010-2017	Chief Economist Citigroup
2017-heden	Special Economic Advisor Citigroup

De kans op verkeerde beslissingen neemt toe als er geen sprake is van een goed werkende controle op de macht. Daar lijkt het niet op in China, maar wie weet wat voor controlemechanismes er van toepassing zijn binnen het Chinese Politiebureau.'

### **Maar u kunt toch wel wat zeggen over het economische beleid van China?**

'Inderdaad. Daar kunnen wel wat vraagtekens bij geplaatst worden. Neem nu dat One Belt One Road project. Het bouwen van havens in andere landen lijkt niet de meest efficiënte investering. Er wordt veel geld mee verkwanseld. Sommigen mensen zeggen dat de Chinezen er geopolitieke invloed mee verwerven. Ik stel daartegenover dat er een risico bestaat dat de Chinezen gezien gaan worden als nieuwe neo-kolonisten.'

### **Dan naar Europa. Wat is ernstiger: Brexit of de begrotingscrisis in Italië?**

'Oh dat is gemakkelijk: de situatie in Italië is vele malen zorgelijker. Als je, enkele jaren geleden, een groot land had mogen uitkiezen dat uit de Europese Unie zou vertrekken, zou iedereen voor het Verenigd Koninkrijk hebben gekozen. Het is lastig genoeg, maar het feit dat de Britten een eigen munt hebben, maakt het probleem overzichtelijk.

De situatie in Italië is veel chaotischer en ingrijpender. De huidige Italiaanse regering lijkt te opteren voor uitstel. Ik denk dat ze hopen dat de Commissie, na de Europese verkiezingen van volgend voorjaar, wat inschikkelijker zal zijn. Het is waarschijnlijk ijdele hoop.

De Italianen onderschatten bovendien dat hun steunpilaar Mario Draghi volgend najaar vertrekt als president van de ECB. Het is natuurlijk nog niet duidelijk wie hem zal opvolgen, maar de kans dat diens voornaam met Jens begint, is aanzienlijk groter dan dat het een Paolo wordt.



Het betekent dat het beleid van de ECB minder voordelig wordt. In de afgelopen jaren heeft de ECB 20% van de uitstaande Italiaanse staatsschuld opgekocht. Niet alleen werden nieuwe staatsleningen opgekocht, maar er is nog eens eenzelfde bedrag aan oude leningen opgekocht. Als dit ophoudt, is het wachten op het moment dat de Italianen een staatslening niet door kunnen rollen. Ik voorzie dat dit eind 2019, begin 2020 het geval zal zijn.'

### **Wat gebeurt er dan?**

'Dan heb je een crisis van jewelste. In het meest extreme scenario crashen de Italianen uit de eurozone. De schuld in euro moet worden omgezet in nieuwe lire. Op het moment dat dit gebeurt, zal er sprake zijn van een waardevermindering van 20%. De volgende dag is er sprake van nog eens een depreciatie van 20%. Dat is een ramp, want de meeste Italianen zijn heel conservatieve spaarders, in schrille tegenstelling tot de regering.'

### **Het klinkt zo ernstig dat er waarschijnlijk een alternatief wordt gevonden?**

'Het is niet duidelijk hoe die oplossing eruit zou zien. Het kan natuurlijk dat de Italiaanse regering ineens de noodzakelijke maatregelen neemt. Er zijn broodnodige veranderingen nodig op het gebied van deregulering, privatisering en aanpassingen in de rechtspraak. Op die manier zou de groei kunnen worden aangezwengeld, waardoor de huidige schuldenlast wellicht draaglijk wordt.'

### **Hoe hoog schat u die kans in?**

'Met de huidige regering is die kans nul. In de afgelopen jaren zijn diverse kansen gemist, maar is in ieder geval het pensioenprobleem aangepakt. Het was het meest geavanceerde programma in Europa, maar dat wordt nu teruggedraaid.'

### **Wat is het alternatief?**

'De andere Europese landen kunnen natuurlijk een deel van de schuld kwijtschelden. De kans daarop is echter nihil gezien het verzet van de nieuwe Hanze-liga en het Duitse parlement.

Nee, Italianen mogen hopen dat er een manier wordt gevonden om schulden binnen de EMU te herstructureren. Maar de kans dat er iets komt voordat de situatie escaleert, is niet groot.' «

Schuldsituatie sinds Crisis niet verbeterd.

Machtsconcentratie rond President Xi Jinping is zorgelijk.

Alles wijst erop dat Trump zal worden herkozen.