

*“Misschien wordt alles weer rozengeur
en maneschijn. Maar het is ook mogelijk
dat het zootje dat we ervan gemaakt
hebben, in ons gezicht ontploft”*



WILLIAM WHITE
"Je moet niet noodzakelijk
vechten tegen deflatie."

coververhaal

WILLIAM WHITE, DE CASSANDRA VAN DE CRISIS, WAARSCHUWT OPNIEUW

'DE EUFORIE OP DE MARKTEN IS TERUG'

Tien jaar na de financiële crisis die hij voorspeld had, kijkt de econoom William White met stijgende ongerustheid naar de financiële markten. "Je kan de mensen wel overtuigen dat dit niet eeuwig kan duren. Maar je krijgt ze niet overtuigd dat het nu al lang genoeg geduurd heeft." JASPER VEKEMAN IN BASEL

"Als je ze allemaal op een rijtje zet, moet je je wel zorgen maken", zegt William 'Bill' White. Hij heeft een papier-tje bovengehaald waarop hij een aantal markante feiten heeft opgesomd. In het lijstje: een schilderij dat voor 450 miljoen dollar verkocht is, hoewel niet eens zeker is dat het om een Leonardo Da Vinci gaat; een digitale munt, mogelijk waardeloos, die met 900 procent gestegen is; vier technologiebedrijven die hun beurswaarde met 1000 miljard dollar hebben zien toenemen; en de wereldwijde beurzen die nu samengeteld 113 procent van de wereldeconomie waard zijn, een record.

Die aberraties baren de Canadees duidelijk zorgen. En als White zich zorgen maakt, neger je dat maar beter niet. Tot die conclusie kwam ook Peter Praet, de Belgische hoofdeconoom van Europese Centrale Bank. White was

hoofdeconoom van de Bank of International Settlements, de toezichthouder op de centrale banken, toen hij lang voor de crisis waarschuwde voor het gevaar van de lage rente en de financiële excessen. Nu, tien jaar na de financiële wereldbrand, zit de 74-jarige econoom, getrouwd met een Antwerpse, al even niet meer in de cockpit van de wereldeconomie. Als voorzitter van het economisch adviesorgaan van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) bekijkt hij de zaken meer vanop een afstand. En wat hij ziet, staat hem niet aan.

Herinnert de situatie van vandaag u aan 2007?

WILLIAM WHITE. "Ja, ik zie duidelijke gelijkenissen. De euforie op de financiële markten is terug. Mensen vragen mij hoe ik zeker weet dat de waarderingen op de beurzen te hoog zijn. Dat weet ik ➤

➔ niet zeker. Wel zeker is dat het niet normaal is dat voor bijna tienduizend miljard euro aan Europese staatsobligaties een negatief rendement opleveren. Eigenlijk geef je daarmee een incentive om waarde te vernietigen: uw project is verlieslatend? Geen probleem, want geld is toch gratis. Dat houdt toch helemaal geen steek? Dat kan gewoon niet blijven duren.”

Niet alleen de hoge prijzen vallen op, maar ook het kuddegedrag bij beleggers.

WHITE. “Iedereen gaat dezelfde richting uit. Er is geen diversificatie, geen zoektocht naar waarde, alleen maar speculatief kopen en verkopen. Beleggen hoort een zoektocht te zijn naar een efficiënte manier om met spaargeld een hogere return te halen. Daar is niemand nog mee bezig.”

Nu we toch herinneringen ophalen aan 2007, ook de vastgoedprijzen stijgen snel.

WHITE. “In plaatsen zoals China, Australië, Canada, en Scandinavische landen zelfs heel erg sterk. We hebben dat

al vaker meegemaakt. Wanneer de rente stijgt, kunnen mensen hun schulden nog moeilijk afbetalen. En als ze die verplichtingen toch nakomen, besparen ze op alle andere zaken. Niemand geeft nog geld uit, want de hypotheek moet betaald worden. Zo dreigt een zware recessie.”

U blijft erop hameren dat schulden de achilleshiel van de wereldeconomie zijn.

WHITE. “Het probleem is nog groter geworden. Wist je bijvoorbeeld dat aan 70 procent van alle bedrijfsleningen tegenwoordig nauwelijks convenanten verbonden zijn? Kredietverstrekkers zeggen dus: “Hier is het geld. Beloof mij gewoon dat je het terugbetaalt.” Een paar jaar geleden waren nog strenge voorwaarden verbonden aan een lening. Nu niet meer. “Wat mij de meeste zorgen baart, zijn de 10.000 miljard aan obligaties in dollar die zijn uitgegeven door bedrijven die geen dollars verdienen. Als de rente en de dollar stijgen, moeten die hun schulden terugbetalen in een munt die in waarde daalt. Ik betwijfel dat dat zal lukken.”

Hoe zijn we zo verslaafd geraakt aan schulden? Zelfs als antwoord op een schuldencrisis zijn we meer schulden aangegaan.

WHITE. “Het simpele antwoord is dat het werkt. We weten ons altijd uit de penarie te manoeuvreren. Alleen weten we ook dat dat niet eeuwig kan blijven duren. Het heeft nu al veel langer geduurd dan gedacht. Maar zijn de schulden nu al met zekerheid onhoudbaar? Niet noodzakelijk.

“Kijk, mensen die de kredietgroei niet willen stoppen, hebben één ijzersterk argument: de boel pas achteraf opkuisen heeft in het verleden ook altijd gewerkt. Mensen zoals ik, die geloven dat het ooit fout moet aflopen, stuiten op een probleem. Je kunt de mensen wel overtuigen dat het niet voor eeuwig kan doorgaan. Maar je krijgt ze niet overtuigd dat het nú al lang genoeg geduurd heeft.”

Kunnen we ons niet simpelweg uit de schuld groeien? Als de economie sneller groeit, dalen in verhouding de schulden.

WHITE. “Dat is de Amerikaanse aanpak. De belastinghervorming voegt de komende tien jaar nog eens 1500 miljard dollar aan de Amerikaanse schuld toe. Volgens de Republikeinen is dat geen probleem. Zij geloven dat de belastingverlaging zo veel extra groei zal genereren dat de schuldgraad daalt. Maar het idee dat de Amerikaanse economie 4 procent per jaar kan groeien in een tijd van vergrijzing en lage productiviteitsgroei, is gewoon belachelijk.

“Misschien dat technologie ons redt. We boeken een enorme vooruitgang, bijvoorbeeld in artificiële intelligentie. Dat zou onze productiviteit immens kunnen opkrikken. Maar een sector waarin de winnaars met alle winst gaan lopen, kan - als we niet opletten - net zo goed bijdragen aan de problemen.”

De schulden zijn zelfs nog toegenomen. Zijn we dan tenminste beter voorbereid dan tien jaar geleden?

WHITE. “Ik ben dat niet zeker. Maar er blijven veel problemen, bijvoorbeeld met de insolvency-regels. In Italië duurt het jaren voor een bank haar geld terugziet. Dus is ze terughoudend om

“Als je tien jaar verkeerde prognoses maakt, dan ga je toch denken dat er misschien iets mis is met het model? Maar zo werkt het blijkbaar niet”

WAT IS DE TRIGGER VAN DE VOLGENDE CRASH?

“De trigger doet er niet toe. De aanleiding kan een simpele gebeurtenis zijn, die verder zonder gevolgen blijft”, zegt William White, gevraagd naar wat de volgende crash op de markten kan veroorzaken. “Onderzoek toont aan dat het geen zin heeft de trigger te zoeken, want je zal hem wellicht toch niet vinden. De crash zit ingebakken in het systeem zelf.” Er valt White wel iets op.

“De trigger is vaak iets nieuws, een nieuwe uitvinding, technologie of een financiële innovatie. In 1857 waren het spoorwegen in de VS, in 1929 de opkomst van de kredietkaart, rond 2000 het internet, en in 2008 herverpakte hypotheekleningen.” Vandaag zijn de steile opgang van China, passieve beleggingsfondsen of de wildgroei aan bedrijfsobligaties mogelijke kandidaten, net als de

hoge verwachtingen rond technologiebedrijven. “Voor toezichhouders en economen is het natuurlijk een troost te kunnen zeggen dat de aanleiding iets nieuws was. Dan was het onmogelijk het te zien aankomen”, besluit White. “Je kunt net zo goed zeggen dat het telkens hetzelfde was: speculatie, waarin de markten en de banken zich hebben laten meeslepen.”



WILLIAM WHITE
"De crash zit ingebakken
in het systeem."

GET

BIO

- **Geboren:** Ontario, Canada
- **Studeerde** economie aan de University of Windsor en de University of Manchester
- **Begon zijn loopbaan** bij de Bank of England, maar stapte al snel over naar de Bank of Canada, waar hij opklom tot vice-gouverneur
- **Ging in 1994** aan de slag bij de Bank of International Settlements. Als hoofdeconoom waarschuwde hij bij herhaling voor een nakende financiële crisis
- **Sinds 2009** voorzitter van het Economic and Development Review Committee bij de OESO

niek uitbreekt. Er bestaat daar een mooie Engelse uitdrukking voor: *All join hands and panic (lacht).*'

Bij de centrale banken is de aandacht voor de keerzijde van hun beleid gegroeid. Ze schuiven nu langzaam richting exit. Tot dusver lijken ze de boel goed onder controle te hebben.

WHITE. "Tot nu loopt alles goed, ja. Alleen zijn complexe systemen als de economie niet lineair (zie kader). Dat is niet het punt. Het is als dat grapje van die man die van de 25ste verdieping naar beneden springt. Wanneer iemand op een balkon tijdens zijn val vraagt hoe het met hem gaat, roept hij nog snel: 'Tot nu loopt alles goed' (*lacht*).

"De situatie is nog altijd benard. Als de wereldeconomie weer vertraagt, hebben we problemen. De prijzen van activa zijn dan veel te hoog en dus zal er bloed vloeien op de markten. Maar zelfs als je meegaat in het verhaal dat de economie vrij sterk is, zijn er gevaren. Als de rente begint te stijgen, omdat de economie het goed doet, kunnen enkele van de recente evoluties op de markten snel keren. Je zou natuurlijk kunnen zeggen dat sommige activa te ver vooruitgelopen zijn en dat een correctie op zich geen kwaad kan. Maar volgens mij kan een stijging van de rente zo veel onrust veroorzaken, dat we snel weer bij de centrale banken zouden uitkomen om de brand te blussen." ➤

klanten in een faillissement te duwen. Banken zijn ook nog altijd *too big to fail*. En we staan nog ver van de ordentelijke afwikkeling van probleembanken. "Op het gebied van crisismanagement zijn we er zelfs op achteruitgegaan. Na de crisis zijn nieuwe regels ingevoerd voor de Amerikaanse centrale bank, omdat critici vonden dat ze te ver is gegaan in de redding van de financiële

sector. Als paniek ontstaat, is de *lender of last resort* dus beperkt in zijn mogelijkheden. Het idee is dat je het gevaar kunt indijken door de onderlinge verwevenheid van de banken te beperken. Maar het is niet bank A die bank B doet vallen, en zo verder als een domino. Nee, zelfs al zijn banken onderling niet verbonden met elkaar, kunnen ze nog altijd samen ten onder gaan als er pa-

➤ **Die moeten met andere woorden de rente laag houden. Kan dat wel als ze volgend jaar hun collectieve balans voor het eerst sinds de crisis beginnen af te slanken?**

WHITE. "Als je aanneemt dat de omvang van de balansen de rente laag houdt, dan zal ze laag blijven tot de balansen beginnen te krimpen. De boodschap van de centrale banken is nu: 'Ons beleid was een succes, maar het omdraaien zal geen impact hebben.' Ik snap dat niet. Je mag toch verwachten dat de rente ongeveer evenveel zal stijging als ze gedaald is door het beleid.

"Sommigen pleiten voor een harde verstrakking, omdat de centrale banken veel te ver zijn gegaan. Die mensen snappen het niet. Er is een beleid gevoerd. We zijn negen jaar verder en we moeten leven met de gevolgen. We moeten de situatie proberen te normaliseren zoals de centrale banken van plan zijn. En we moeten voorzichtig zijn, want het systeem is kwetsbaar. Misschien wordt alles weer rozegeur en maneschijn. Maar het is ook mogelijk dat het zootje dat we ervan gemaakt hebben, in ons gezicht ontploft."

Het vreemde is dat bijna iedereen vindt dat het soepele geldbeleid beter op de schop kan, maar de inflatie blijft wel ver onder 2 procent.

WHITE. "De deflationaire krachten die we sinds de jaren negentig zien, zijn grotendeels een bijproduct van de globalisering en technologische veranderingen. Er zijn miljarden mensen op de arbeidsmarkt bij gekomen en technologische ontwikkelingen hebben de productiviteit doen toenemen. Dat zet druk op de lonen en de prijzen. Daar is niets verkeerd aan.

"De centrale banken zien alle deflatie verkeerdelijk als slechte deflatie. Dat idee houden ze over aan de Grote Depressie van de jaren dertig. Ze vergeten dat die periode eenmalig was. Uniek. Alle andere periodes van deflatie gingen niet gepaard met een trage groei. Integendeel, vaak is er zelfs snelle groei omdat de deflatie gedreven wordt door toenemende productiviteit."

De miljardenstrijd van de afgelopen jaren was dus op zijn best overbodig?

WHITE. "Welke lessen vallen er te trekken? Ten eerste moet je niet noodzakelijk vechten tegen deflatie. Ten tweede: als je dat toch doet, zal het op langere termijn niet werken. En ten derde: als je een lang gevecht aangaat, zullen er onbedoelde gevolgen zijn, waardoor je misschien wel het omgekeerde bereikt van wat je op het oog had."

Wat bedoelt u daarmee?

WHITE. "Volgens de theorie is de lage rente goed voor de economie, omdat ze consumptie uit de toekomst naar vandaag haalt. Maar wat als we vandaag die toekomst zijn? Stel dat het stimulusbeleid na een tijd de vraag verkleint, omdat de immense schulden op de consumptie wegen. En dat het aanbod verhoogt, omdat de lage rente zombiebedrijven in leven houdt. Dat is het perfecte recept voor een dalende inflatie.

"De ironie is dan dat de centrale banken denken dat hun beleid inflatoir is, terwijl het de inflatie net doet dalen. Je kunt zelfs nog een stap verder gaan: je komt dan in de absurde situatie dat meer geld leidt tot minder inflatie. Tot... (twijfelt) tja, tot al dat geld in een complex systeem als de economie toch eens voor inflatie zorgt."

Het is dus onterecht om de inflatie, de grote vijand van de spaarder, dood te verklaren?

WHITE. "De inflatie zal ooit weer de kop opsteken, mag je toch aannemen. En wanneer dat gebeurt, zal ze heel moeilijk onder controle te brengen zijn, omdat je er maar wat aan doet als het in principe al te laat is. Ook daar zijn veel historische voorbeelden van." ©

Lees ook de bijlage Beleggen in 2018

'WE BEGRIJPEN DE ECONOMIE VEEL MINDER GOED DAN WE Zouden WILLEN'

Eigenlijk begrijpen we nog altijd geen snars van hoe de financiële sector en de economie werken, stelt William White. "Tien jaar geleden hebben de standaardmodellen volledig gefaald om de crisis te voorspellen. En in tegenstelling tot wat de modellen verwachten, is de economie nog altijd niet hersteld. Als je tien jaar verkeerde prognoses maakt, dan ga je toch denken dat er misschien iets mis is met dat model? Maar zo werkt het blijkbaar niet, zeker niet in abnormale tijden als na een zware crisis. Mensen trekken zich net dan terug in hun geloofssysteem, want dat is het enige dat ze nog rest. De menselijke geest lijkt niet met een leegte te kunnen leven. We krijgen niet gezegd: 'Ik weet het niet, ik weet het fundamenteel niet.'"

"We moeten gewoon erkennen dat we van de economie veel minder begrijpen dan we zouden willen. Het is een zogenoemd 'complex adaptief systeem'. Er zijn geen oorzaak en gevolg, omdat het systeem zelf de uitkomst bepaalt. Je kunt met andere woorden wel proberen bij te sturen, maar de uitkomst van een maatregel kun je niet voorspellen. Economen maken een filosofische fout, omdat ze de aard van het beest niet begrijpen." Dat betekent volgens White ook dat beleidsmakers veel bescheidener moeten zijn. "De economie is niet meer dan de interactie tussen een gigantisch aantal mensen. Wat je ook doet, het kan onbedoelde gevolgen hebben. Dus moet je opletten voor je ingrijpt. Er is al heel wat onderzoek gedaan naar

die complexe adaptieve systemen, onder meer over hoe ziektes zich verspreiden. De meeste wetenschappen hebben al lang erkend dat we die systemen beter moeten begrijpen. Alleen economen zijn daar in overgrote meerderheid niet toe bereid." "In essentie staan zulke systemen bol van de negatieve en de positieve feedbackeffecten en er zijn veel wisselwerkingen. Zo wordt het echt wel heel ingewikkeld. Dat betekent dat je voorzichtig moet zijn wanneer je beleid uitstippelt, want je kunt de dingen erger maken in plaats van beter. Kijk maar hoe een soepel geldbeleid de banken in eerste instantie helpt, maar na een tijd pijn begint te doen omdat de lage rente op de rentemarge weegt."