

# Zijn we weer terug in 2007?

ws-no-zoom.blendle.com

Nee, een kredietcrisis zoals die van tien jaar geleden zouden we nooit meer krijgen. Want we hebben ons lesje geleerd en maatregelen genomen. En toch zijn er volop signalen dat de geschiedenis zich aan het herhalen is.

DOOR JOCHEM VAN STAALDUINE

## 1. Er worden weer volop riskante leningen verstrekt

Aan de andere kant van de oceaan verstrekken banken weer uiterst riskante leningen aan bedrijven en huishoudens die deze schulden helemaal niet kunnen dragen. De gevolgen blijven niet uit.

Zo bleek in september dat speelgoedketen Toys'R'Us op omvallen staat. Het bedrijf wankelt onder een schuldenlast van 5 miljard dollar. Dat de winkelketen überhaupt zoveel geld kon lenen roept herinneringen op aan de recente economische geschiedenis. Kredietbeoordelaar Standard & Poor's voorspelde onlangs dat Amerikaanse investeerders dit jaar meer dan 534 miljard dollar zullen uitlenen aan Amerikaanse en Europese bedrijven met hoge schulden, zoals Toys'R'Us. Dat is maar liefst 53 procent meer dan vorig jaar. Als de kredietverstrekking in het huidige tempo doorgaat, wordt het jaarrecord 'riskante kredietverlening aan bedrijven' gebroken. Dat record stamt uit 2007, het jaar voordat de kredietcrisis uitbrak.

Waarom nemen investeerders ineens zoveel risico? Omdat beleggers op zulke riskante leningen een hogere rente krijgen dan op leningen aan bedrijven die er beter voorstaan. Beleggers die een goed rendement op hun geld willen maken, moeten wel veel risico nemen omdat de gemiddelde rentestand al zo lang laag staat. Daarom verleggen beleggers hun grenzen steeds verder om toch nog een paar procent rente op hun investering te verdienen. Standard & Poor's signaleert ook dat beleggers steeds minder zekerheden eisen van de bedrijven waaraan ze geld lenen. Ook dat vergroot het risico dat ze lopen.

Op de Amerikaanse huizenmarkt gaat het net zo. Banken verstrekken weer hoge hypotheekleningen aan huizenkopers die dat eigenlijk niet kunnen betalen, tien jaar nadat dezelfde praktijken de VS in een huizenmarktcrisis hebben gestort. Er is nu in de VS voor meer dan 10 miljard dollar aan zogenoemde 'nonprimes' verkocht. Nonprimes zijn hetzelfde als de beruchte subprime-hypotheekleningen van voor de kredietcrisis: hoge leningen voor huizenkopers met een laag of instabiel inkomen. Net als destijds is er in de VS nu meer vraag naar hypotheekleningen dan banken op verantwoorde wijze kunnen aanbieden. Dus zoeken de banken weer de grenzen op. Of gaan daar overheen, het is maar hoe je het bekijkt. 'Wij zijn er voor leners die op weg zijn naar prime, maar een beetje hulp nodig hebben voordat ze voor dat predikaat in aanmerking komen', legt het in nonprimes gespecialiseerde Citicorp op zijn website uit. Vertaling: wij lenen ook aan huizenkopers die bij strengere banken niet terecht kunnen.

## **2. De risico's worden weer verdoezeld**

Amerikaanse banken verpakken hun riskante leningen net als voorheen in schuldbundels die kredietbeoordelaars een topwaardering geven (triple A). Die status van allerhoogste kredietwaardigheid is meer dan de hypotheekpakketten op basis van hun inhoud verdienen. Ten tijde van de kredietcrisis heetten deze hypotheekbundels, die achteraf vooral subprime-hypotheekleningen bleken te bevatten, collateralized debt obligations (CDO's). Nu heten ze CLO's. De D stond voor debt (schuld), de L staat voor loan (lening) - dat komt dus op hetzelfde neer. Dit jaar zullen naar verwachting voor 75 miljard dollar aan CLO's op de markt worden gebracht, schreef hoogleraar Frank Partnoy van de Universiteit van San Diego eind juli in The Financial Times.

## **3. De nieuwe, strengere bankenregulering wordt alweer afgezwakt**

Tegelijkertijd morrelt de Amerikaanse president Trump aan de Dodd-Frank-wet die sinds 2010 van kracht is en moet voorkomen dat zo'n crisis zich herhaalt. Deze zomer bracht Trumps minister van Financiën Steve Mnuchin verschillende rapporten uit met plannen voor het versoepelen van regelgeving voor banken en beleggingsfondsen. Zo zouden managers van grote beleggingsfondsen en banken aan minder strenge stresstesten worden onderworpen dan de Dodd-Frank-wet beoogt. Ook wil Mnuchin de buffereisen voor banken verlagen.

Een ander plan is het verzwakken van de toezichthouder die controleert of de Amerikaanse financiële instellingen het klantbelang wel voldoende in het oog houden, zeg maar de Amerikaanse Autoriteit Financiële Markten. President Trump benoemde donderdag Jerome Powell tot nieuwe voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, een Republikein die volgens de meeste commentatoren voorstander is van deregulering. Belangrijker nog in dat verband is dat Trump recent ook een vicevoorzitter heeft benoemd. Deze Randal Quarles is degene die in het bestuur van de Federal Reserve gaat over het toezicht op de Amerikaanse banken. Hij zou een uitgesproken voorstander zijn van het terugdraaien van grote delen van Dodd-Frank.

#### **4. Op de huizenmarkt groeien de bomen tot in de hemel**

Dichter bij huis wekken de snel stijgende prijzen op de Nederlandse huizenmarkt en overduidelijke bubbels als de koersstijging van het virtuele betaalmiddel bitcoin de hebzucht van beleggers op. Steeds vaker vallen woningen in populaire Nederlandse woonplaatsen in handen van particuliere beleggers, bleek eind augustus. Ook zij krijgen nauwelijks rente op hun spaargeld en zoeken dus andere manieren om rendement te maken. De vastgoedmarkt is een populaire bestemming voor dat kapitaal, ook al omdat diezelfde lage rente hypotheekenspotgoedkoop maakt.

Eén op de tien woningen in Amsterdam en Amstelveen wordt momenteel gekocht door beleggers, bleek eind augustus uit een inventarisatie van de Volkskrant. Het Parool schreef zaterdag op basis van eigen onderzoek dat één op de acht woningen in Amsterdam al in handen is van beleggers die panden opkopen om deze vervolgens te verhuren aan woningzoekenden.

#### **5. Het grote geld stroomt binnen bij hippe techstart-ups die nog niks hebben bewezen**

Het enthousiasme over de economie is zo groot dat start-ups en beleggingsfondsen maar een klap hoeven te geven of het geld stroomt binnen. Investeerder Waterland haalde deze zomer in een recordtempo 2 miljard euro op en stichtte daarmee zijn grootste beleggingsfonds ooit. De aandelen van sommige Amerikaanse techbedrijven (Tesla, Uber, Twitter) zijn opgeteld tientallen miljarden dollars

waard, terwijl de bedrijven nooit een dollar winst hebben gemaakt. Maaltijdbezorger HelloFresh beleefde deze week een succesvolle beursgang in Frankfurt. Ook een bedrijf heeft nog nooit een cent winst gemaakt.

De koersen van cryptovaluta als bitcoins rijzen de pan uit, zonder aanwijsbare reden. Startup-bedrijfjes die nog niks hebben bewezen halen honderdduizenden tot tientallen miljoenen euro's op met crowdfunding en het lanceren van hun eigen cryptomunt (initial coin offerings, ICO's). Over die cryptomuntenhype klinken volop waarschuwingen, het zou een puur door speculatieve gekte opgeblazen zeepbel zijn. Maar massa's mensen springen op de rijdende trein, net als rond de eeuwwisseling. Dat was vlak voordat de toenmalige techzeepbel barstte en de aandelenkoersen van internetbedrijven ineenstortten.

## **De rode draad in dit alles?**

Een overvloed aan geld waarvan de bezitters van gekkigheid niet weten wat ze ermee aan moeten.

'In de Verenigde Staten is men de lessen van de crisis vergeten. Daar kan Nederland of zelfs de Europese Unie niets aan doen', zegt Sylvester Eijffinger, hoogleraar financiële economie aan de Universiteit van Tilburg. Als mensen met veilige beleggingen als sparen weinig kunnen verdienen, zoals nu, komen ze in de verleiding meer risico te nemen, want zulke beleggingen leveren meer op. 'Na een lange periode van lage rente gaan mensen zoeken naar meer rendement', zegt Eelke de Jong, hoogleraar internationale economie aan de Radboud Universiteit.

Als de vraag naar riskantere beleggingen toeneemt, creëert dat vanzelf een bijpassend aanbod. Daarom neemt de verkoop van financiële producten met veel risico nu toe. 'Op zichzelf is het niet verkeerd om schulden in bundels te verkopen. CLO's zijn al heel oud', zegt Dirk Bezemer, hoogleraar economie aan de Rijksuniversiteit Groningen (RUG). Het wordt pas een probleem als het bundelen en doorverkopen van schulden gebruikt wordt om grote risico's te verhullen. Dat gebeurde voor 2008 en het lijkt erop dat het nu weer gebeurt met de Amerikaanse CLO's. Frank Partnoy van de Universiteit van San Diego haalt in een artikel een recente verkoop van een enorme schuldenbundel van 2,1 miljard dollar aan, waarbij de meeste leningen 'junk'-status hebben, maar meer dan de helft van de kredieten een triple A-stempel kreeg.

Als de markt neigt naar het nemen van risico, zou de overheid dan niet de andere kant op moeten sturen? 'Voor mij is het duidelijk dat de financiële sector ingeperkt moet worden', zegt Bezemer. Dat betekent meer regulering. Maar president Trump stuurt onder invloed van de lobby van de financiële sector precies de andere kant op, denkt Bezemer.

Het zou niet de eerste keer zijn dat de bankenlobby haar zin krijgt. Na de grote beurskrach van 1929 voerde het Amerikaanse Congres in 1933 de Glass-Steagall-wet in om een nieuwe crisis te voorkomen. Bezemer: 'Na een intense lobby van de financiële sector werd die wet in 1999 opgeheven. Daarna begon de krediethausse pas echt, waarna we in 2008 weer werden opgeschrikt door een crisis.'

Lex Hoogduin, Bezemers collega aan de RUG, nuanceert het beeld dat de financiële sector aan de crisiswetgeving knaagt. 'Er zijn in reactie op de crisis veel maatregelen genomen en het toezicht is veel intensiever dan het was.' Dat maatregelen op sommige terreinen worden teruggedraaid is helemaal niet zo vreemd, zegt hij. 'De toezichthouder moet niet op de stoel van de bankier gaan zitten.'

Volgens Hoogduin moet de overheid zich niet concentreren op de invoer van meer regels, maar ervoor zorgen dat de rente stijgt. Dan wordt riskant beleggen vanzelf minder aantrekkelijk. Dat betekent dat centrale banken hun rentetarieven moeten verhogen. Maar die lage rente heeft toch geholpen bij het herstel van de economie? 'Dat is zo, maar je kunt vraagtekens zetten bij de houdbaarheid van die groei', zegt Hoogduin.

Economen zijn het erover eens dat mensen weinig geleerd hebben van het vorige falen van de economie en stellen zelfs dat dit collectieve geheugenverlies normaal is. Eijffinger: 'Ik loop al 35 jaar rond in de economenwereld en elke vijftien jaar na een crisis zijn de lessen weer vergeten.' 'In de collegebanken moet ik uitleggen dat Lehman Brothers omviel, maar ook voor anderen ligt de crisis ver achter ons', zegt Boudewijn de Bruin, hoogleraar financiële ethiek in Groningen. Als de schrik uit de benen verdwijnt, schuiven mensen min of meer bewust de opgedane kennis opzij, legt hij uit. 'We vergeten dat we Amerikaanse hypotheke verkeerd vonden.'

Dat is niet bepaald uniek. Hoogleraar De Jong van de Radboud Universiteit trekt een vergelijking tussen de kredietcrisis uit 2007-2008 en de schuldencrisis uit de jaren tachtig van de vorige eeuw. Die schuldencrisis had dezelfde oorzaken als de kredietcrisis, legt hij uit. In de jaren tachtig leenden landen geld dat ze niet konden terugbetalen, in de kredietcrisis waren dat consumenten. Wat beide crises gemeen hebben, is dat er geen goede inschatting werd gemaakt van het risico dat beleggers liepen.

Ook de volgende crisis zal anders verlopen dan de vorige, net zoals de kredietcrisis van 2008 anders verliep dan de schuldencrisis in de jaren tachtig en de Grote Depressie van de jaren dertig. Eén reden waarom de crisis van 2008 zich niet precies zo zal herhalen, is dat de centrale banken de omstandigheden op de financiële markten ingrijpend hebben veranderd. In reactie op de vorige crisis hebben zij de rentestand naar vrijwel nul verlaagd en ongekende hoeveelheden geld geschapen en over de westerse economieën uitgestrooid.

Volgens critici, onder wie de centrale-bankpresidenten van Duitsland en Nederland, legt juist dat extreem goedkope geld de basis voor een nieuwe crisis, omdat beleggers in hun wanhopige jacht naar rendement weer onverantwoorde risico's nemen. Zoals Carmen Reinhart en Kenneth Rogoff in 2011 in hun invloedrijke historische overzicht *This Time is Different* al betoogden, lijkt elke crisis op het eerste gezicht uniek, maar zijn de onderliggende oorzaken altijd hetzelfde. Direct na een crisis lijkt iedereen even zijn wonden, maar al snel steekt politiek en financieel opportunisme de kop weer op en begint de boom-bust-cyclus opnieuw.