

De kredietcrisis en de Nederlandse economie

... in acht veelgestelde vragen

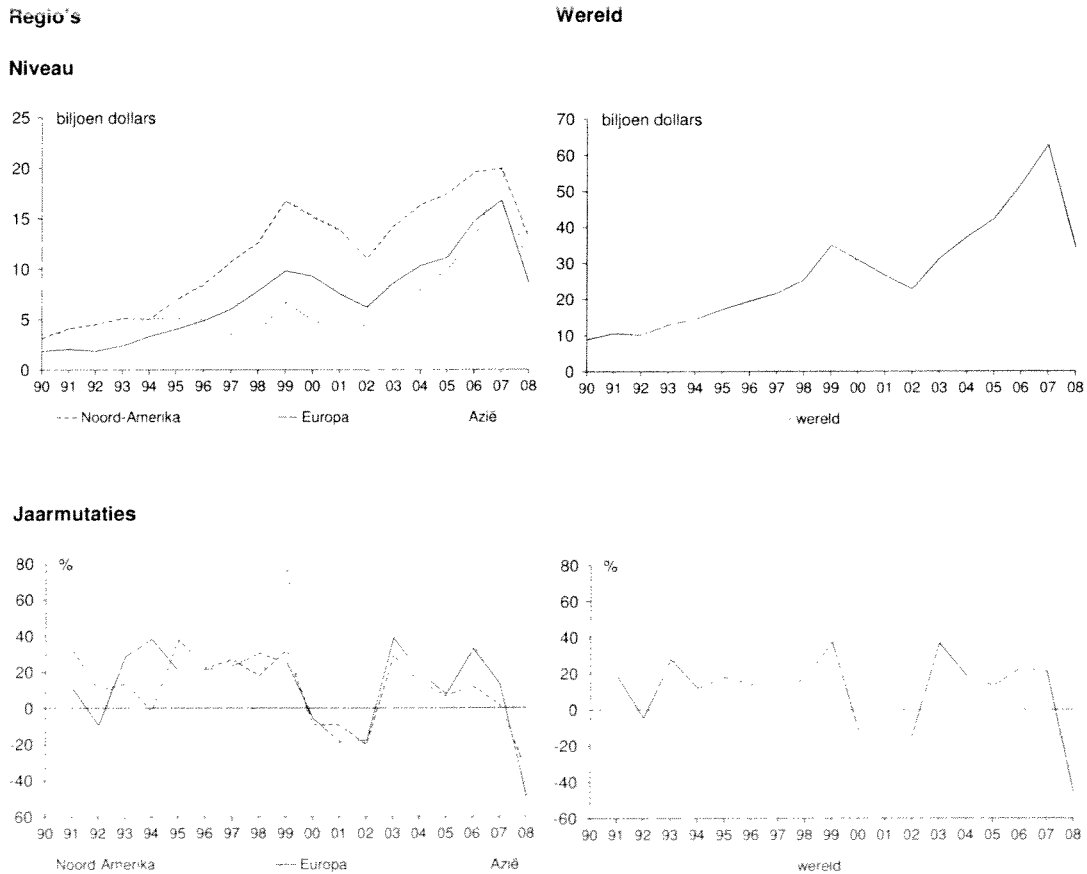
In de afgelopen jaren is wereldwijd te veel krediet verstrekt als gevolg van financiële innovaties, te optimistische verwachtingen en gaten in de regulering. Toezichhouders faalden omdat ze dit niet hebben voorkomen. Vorig jaar ging het mis bij de hypotheekleningen aan weinig-kredietwaardige Amerikaanse huizenbezitters, met forse verliezen voor banken tot gevolg. Daarna leden banken ook op andere activa flinke verliezen, waardoor hun kredietcapaciteit sterk verminderde. Bovendien ontstond wantrouwen tussen banken en onrust bij hun klanten. Overheden grepen terecht in om te voorkomen dat banken massaal zouden omvallen. Dit zou, net als in de jaren dertig, tot een diepe recessie en massawerkloosheid leiden. De Nederlandse staat verschaftte tot nu toe voor 30 mld euro aan kapitaal aan banken, zegde 200 mld euro aan kredietgaranties toe en breidde de depositiegarantieregeling sterk uit. De crisis zal leiden tot grote veranderingen in de financiële sector en het toezicht daarop. Bij nieuwe regelgeving dient gewaakt te worden tegen doorschieten, want goed functionerende financiële markten stimuleren investeringen en innovatie. Het recente overheidsingrijpen bij de Nederlandse banken was noodzakelijk, maar het is gewenst dat de staat zijn belangen, zo snel als mogelijk is, afbouwt om nadelige economische effecten te vermijden.

Dit artikel verschijnt ook in de CPB Nieuwsbrief 2008-4.

Waardoor brak de kredietcrisis uit?

De forse daling van de Amerikaanse huizenprijzen en stijgende rentes brachten weinig-kredietwaardige huizenbezitters in de problemen. Zij gingen ervan uit dat de huizenprijzen zouden blijven stijgen. Toen dat niet het geval bleek, konden zij hun *subprime* hypotheek niet meer betalen. Dit leidde tot uithuiszettingen en verliezen voor financiële instellingen en was de lont in het kruitvat dat de financiële crisis liet ontbranden. Verliezen op Amerikaanse *subprime* hypotheek zijn intussen opgelopen tot 600 mld dollar, bijna 50% van de verstrekte 'slechte' hypotheek. Dit lijkt veel, maar is slechts circa 1% van de bezittingen van alle Amerikaanse en Europese banken samen. Toch heeft dit uiteindelijk geleid tot een halvering van de wereldwijde beurswaarde van financiële en niet-financiële bedrijven (Figuur 1); in Nederland een waardeverlies van 400 mld euro en mondiaal van 23000 mld euro.

Figuur 1 Martkwaardering aandelen, 1990-2008



Waarom werd er voorafgaande aan de crisis steeds meer krediet verstrekt?

Financiële crises volgen vaak een patroon. Het begint met veranderingen in het financiële systeem, door bijvoorbeeld financiële innovatie of versoepeling van regels, vervolgens wordt meer krediet verstrekt en stijgen de prijzen van huizen en aandelen, en ontstaan er tekorten op de betalingsbalans. Na verloop van tijd beginnen de prijzen te dalen. Banken raken in de problemen door verliezen op verleende kredieten en dreigen om te vallen, waarop overheden ingrijpen met steunmaatregelen of zelfs nationalisaties. Dit gaat soms gepaard met valutacrisis.

De grote crises van de afgelopen decennia in de rijke landen (Spanje in de jaren zeventig, Noorwegen, Zweden en Finland eind jaren tachtig en Japan in de jaren negentig) en de huidige wereldwijde crisis volgen precies dit patroon. In de afgelopen jaren was sprake van financiële innovaties, een scherpe toename van kredietverstrekking en fors stijgende aandelenkoersen en huizenprijzen.

Er zijn verschillende verklaringen voor de scherpe kredietgroei in de afgelopen jaren. Een eerste verklaring ligt in financiële innovaties. Banken voegden uitstaande leningen zoals hypotheek samen, knipten ze op in pakketten en verkochten ze door (*originate and distribute*). Het specifieke risico op de leningen werd zo gespreid en daardoor gemiddeld kleiner. Kredietverzekeringen verminderen dit risico nog verder (*credit default swaps*). Banken dachten hun risico's hierdoor sterk te verminderen en verleenden daarom meer krediet, ook aan mensen en bedrijven die daar eigenlijk niet voor in aanmerking zouden moeten komen. Spreiding vermindert echter niet het systematische marktrisico van bijvoorbeeld een algehele huizenprijzdaling in de Verenigde Staten: dat blijft in het financiële systeem. Dit systematische marktrisico leek afgenomen doordat vanaf medio jaren tachtig macro-economische schommelingen kleiner waren en de inflatie daalde. Door deze (naar nu blijkt overschatte) afname van het kredietrisico gingen banken meer krediet verstrekken.

Mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden leveren een derde mogelijke verklaring voor de sterke kredietgroei in de Verenigde Staten en Europa. China, andere Aziatische landen en de olieproducerende landen hadden enorme overschotten. In 2007 steeg het overschot op de lopende rekening van deze landen tot 1000 mld dollar. Hierdoor moesten zij veel kapitaal plaatsen in landen met een goed ontwikkelde financiële sector zoals de Verenigde Staten. Tegelijk zijn Amerikaanse rentetarieven te lang te laag gehouden na de recessie van 2001, gezien de ontwikkeling van inflatie en economische groei. De combinatie van ruim Aziatisch aanbod van kapitaal en soepel Amerikaans monetair beleid drukte de rente en stimuleerde daarmee het aangaan van leningen, met overinvesteringen in huizen tot gevolg.

Waarom faalde het toezicht?

Het toezicht door overheden faalde mede doordat overheden — naar later bleek ten onrechte — vertrouwden op een ingebouwd veiligheidsmechanisme. Financiële instellingen zouden geen onverantwoorde risico's nemen omdat ze daar zelf nadeel van zouden ondervinden. Dit eigen-risicomanagement bleek onvoldoende. Het doorverkopen van gebundelde hypotheekleningen en andere leningen leidde ertoe dat banken minder goed in de gaten hielden of hun cliënten deze hypotheekleningen en leningen wel konden blijven betalen. De kopers van deze gebundelde leningen leunden te veel op complexe modellen, die op basis van de recente economisch voorspoedige jaren risico's laag inschatten, en op kredietbeoordelaars (*rating agencies*) die risico's, al dan niet bewust, te rooskleurig inschatten.

Sommige internationale instanties wezen op basis van verschillende indicatoren al langer op het risico van de toename van krediet en torenhoge huizen- en aandelenprijzen. Vooral de Amerikaanse autoriteiten vonden echter dat het onmogelijk is om vast te stellen of een zeepbel in aandelen of huizenprijzen aan het ontstaan is. Ze gingen ervan uit dat ze via versoepeling van het monetaire beleid ernstige economische schade zouden kunnen voorkomen, als ze achteraf vaststelden dat een zeepbel leegliep. Deze Greenspan-doctrine nodigt duidelijk niet uit tot preventief ingrijpen.

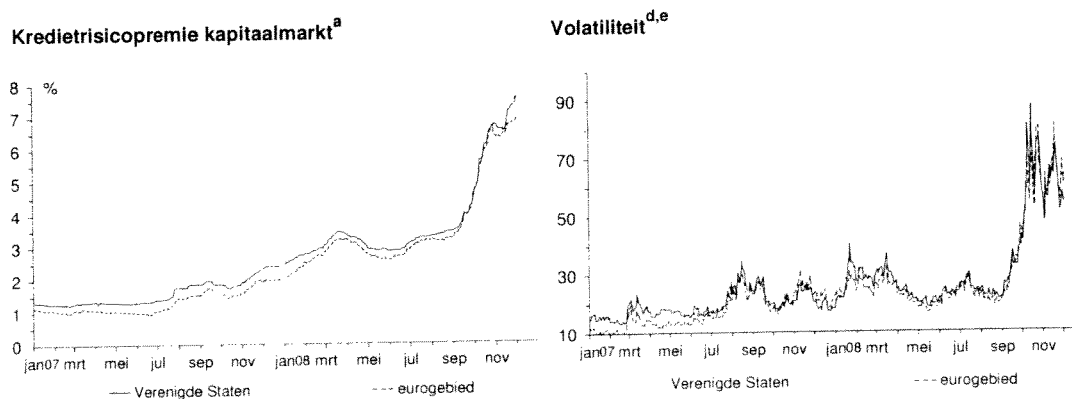
Ten slotte is van belang dat bedrijven altijd mazen in regulering zoeken en zullen vinden. Door mazen in de bestaande regulering ontstond in de jaren negentig een niet-gereguleerd bancaire schaduwstelsel van hedge fondsen, investeringsbanken, aparte fondsen van banken (SPV's: *Special Purpose Vehicles*) en gebundelde leningen en daarop gebaseerde complexe financiële producten. Dit schaduwstelsel stelde banken in staat toezicht te ontwijken door optimaal gebruik te maken van de gaten in de regulering en creëerde belangrijke risico's voor het financiële systeem.

Hoe verspreidde de crisis zich?

Het doorverkopen van gebundelde leningen zou de risico's bij de banken verminderen. Dit bleek voor een groot deel een illusie. Banken brachten de gebundelde hypotheekleningen onder in aparte fondsen buiten hun balans (SPV's). Dit leek aantrekkelijk omdat banken daardoor minder kapitaal hoefden aan te houden en hogere rendementen konden maken door meer risico te nemen. Toen deze aparte fondsen in de problemen kwamen door verliezen op de hypotheekleningen en het uitstappen van beleggers, bleek dat banken, vanwege juridische redenen of om reputatieschade te voorkomen, toch moesten bijspringen en de verliezen voor hun rekening moesten nemen. Ook Europese banken hadden aparte fondsen met beleggingen in gebundelde Amerikaanse hypotheekleningen en andere complexe producten, waardoor de crisis zich razendsnel over de wereld verspreidde.

Daarbij bleek de markt voor gebundelde leningen te kunnen opdrogen doordat banken goede en slechte leningen niet meer konden onderscheiden. Vanaf midden vorig jaar konden sommige producten nog slechts tegen dumprijzen van de hand worden gedaan, met verdere verliezen tot gevolg. Dit vergrootte de onduidelijkheid over de verliezen van afzonderlijke banken, waardoor het onderlinge vertrouwen van banken afnam. Onvoorspelbaar overheidsingrijpen in de Verenigde Staten vergrootte de onzekerheid: de ene bank werd gered, maar de andere bank niet. Na de val van Lehman Brothers op 15 september verdween het onderlinge vertrouwen van banken volledig. Als gevolg droogde ook de economisch cruciale interbancaire geldmarkt volledig op en moesten centrale banken ingrijpen door nog meer liquiditeit te verschaffen. Ook het vertrouwen van spaarders in hun banken daalde. Bij sommige banken (zoals Fortis en Northern Rock) namen klanten massaal hun deposito's op. Deze banken werden uiteindelijk genationaliseerd.

Figuur 2 Onrust op de financiële markten, januari 2007- 4 december 2008



^a Renteverskil tussen bedrijfsobligaties met BBB-rating en 10-jarige staatsobligaties.

^d Volatiliteit: Verenigde Staten S&P 500, eurogebied MSCI EURO STOXX 50.

^e Volatiliteit: de verwachte standaarddeviatie van de procentuele verandering in de aandelenkoersen over een periode van maximaal drie maanden, zoals afgeleid uit de optiepreizen.

Door de verliezen op subprime hypotheek slonk het eigen kapitaal van banken. Dit gold ook voor banken die gebundelde hypotheek niet wilden verkopen, omdat zij hun bezittingen tegen marktwaarde moesten waarderen (*mark-to-market*). De verhouding tussen eigen kapitaal en uitstaand krediet voldeed daardoor niet meer aan de eisen van toezichhouders en marktpartijen. Om aan deze eisen te voldoen moesten banken nieuw kapitaal aantrekken of minder krediet geven. Nieuw kapitaal aantrekken bleek voor veel banken onmogelijk. Tegenover 1 dollar eigen kapitaal stond gemiddeld zo'n 12 dollar krediet, een *leverage* van 1:12. Door een verlies van 600 mld dollar op subprime hypotheek verminderde de kredietcapaciteit van Amerikaanse en Europese banken dus met zo'n 7200 mld dollar. Hun kredietcapaciteit nam ook af door de

overige verliezen van circa 2200 mld dollar. Vooral op bedrijfsobligaties, waarvan risicopremies sterk toenamen (Figuur 2), hebben zij forse boekverliezen gemaakt.

Om de kredietverstrekking van banken overeind te houden, moest de overheid kapitaal injecteren. De kapitaalinjecties voorkwamen echter niet dat het aanbod van krediet onder druk stond. Zowel toezichhouders als de markt eisten van banken dat ze voor elke euro aan uitstaande leningen meer eigen vermogen aanhielden. De *leverage* werd effectief verlaagd naar 1:10, wat de kredietcapaciteit van Amerikaanse en Europese banken verminderde met circa 8500 mld dollar. Hierdoor, en door de geleden verliezen, leidde het extra kapitaal niet tot toename van het bankkrediet.

Wat zijn de gevolgen voor de Nederlandse financiële sector?

Nederlandse banken hadden belangen in gebundelde Amerikaanse hypotheekleningen. Door de crisis daalde de waarde van deze activa. Halverwege dit jaar bedroegen afschrijvingen en verliezen van Nederlandse banken al ruim 15 mld euro. Ook Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen werden geraakt. Het opdrogen van de interbancaire geldmarkten zorgde voor financieringsproblemen bij Nederlandse banken. De relatief grote activiteiten op de Amerikaanse markt droegen bij aan de problemen voor de Nederlandse financiële sector.

Ook in Nederland sloeg de onrust toe: consumenten en bedrijven onttrokken hun geld aan banken. Ingrijpen door de overheid was dan ook onafwendbaar. De depositogarantieregeling werd uitgebreid, nieuwe bankleningen gegarandeerd, kapitaal beschikbaar gesteld en in het geval van Fortis/ABN-Amro volgde zelfs nationalisatie. De Nederlandse staat had begin december voor 17 mld euro aan kapitaal verschaft aan Fortis/ABN-Amro, voor 10 mld euro aan ING, voor 3 mld euro aan Aegon en voor 0,75 mld aan SNS Reaal. Totaal is dit ruim 30 mld euro, 5% van het Nederlandse BBP. Daarnaast is een overbruggingskrediet van 50 mld verstrekt aan Fortis/ABN-Amro. Meer dan de helft van de Nederlandse bank- en verzekeringsmarkt leunt inmiddels op de Staat als kapitaalverschaffer.

Is het overheidsingrijpen gerechtvaardigd?

Absoluut. De financiële sector verschilt fundamenteel van andere sectoren. Als een grote bank failliet gaat, raken andere banken besmet. Er treden domino-effecten op als depositohouders in paniek raken en hun geld ook bij gezonde concurrenten opeisen, of als banken grote interbancaire leningen niet meer terugbetalen. De financiële sector vervult een cruciale rol in onze economie door investeringen mogelijk te maken en liquide middelen te verschaffen. Als deze functies wegvallen, ontstaan ook in de rest van de economie grote problemen. De Grote Depressie van de jaren dertig heeft laten zien dat de ineenstorting van de banken uiteindelijk massawerkloosheid tot gevolg kan hebben.

De 30 mld euro die tot nu toe als kapitaal is verschaft door de Nederlandse staat en de 200 mld euro aan toegezegde kredietgaranties zijn geen lopende uitgaven. Het zijn risicodragende investeringen, die echter niet rechtstreeks een nadelige invloed hebben op wat Nederlandse gezinnen nu kunnen consumeren. In de jaren negentig slaagde de Zweedse overheid er uiteindelijk niet in om de verleende overheidssteun volledig terug te verdienen. De omvangrijke steun is er niet om bankiers te redden, maar om spaarders en andere klanten van banken te hulp te komen. Het is voor de economie cruciaal dat banken geld blijven uitlenen voor rendabele investeringen en dat de burger geld aan banken blijft toevertrouwen. De financiële sector zal echter niet ontkomen aan sanering.

Wat gaat er met de financiële sector wereldwijd gebeuren?

De contouren van de komende veranderingen komen naar voren in de rapporten van het *Financial Stability Forum* (het internationale overleg van centrale banken en toezichthouders) en in het communiqué na afloop van de top van G20 landen op 15 november. Toezicht zal meer gaan focussen op de stabiliteit van het financiële systeem als geheel. Dit is een belangrijke verbetering. Allereerst zal dan ook het ontstane bancaire schaduwstelsel beteugeld worden. Als overheden investeringsbanken en andere financiële instellingen overeind moeten houden tijdens een financiële crisis, dan moeten zij ook inzicht hebben in risico's die deze instellingen nemen en waar nodig deze risico's kunnen beperken. Een andere reden om de markt voor kredietrisico te reguleren, is dat hier een marktfalen speelt: banken verzekeren risico's waar ze zelf invloed op kunnen uitoefenen. Banken houden bedrijven aan wie ze lenen goed in de gaten, om te voorkomen dat ze niet betalen. Zo houden banken kredietrisico's binnen de perken. Als banken deze risico's te goed verzekeren, verdwijnt de prikkel om te monitoren. Om dit te voorkomen moeten banken een belang houden in hun leningen en moet transparant worden wie welke producten koopt. Gecentraliseerde registratie en afhandeling van transacties kan hierbij een rol spelen.

Ten tweede zullen de risico's waar banken aan bloot staan beter gemeten en gereguleerd worden en moeten banken hun risicomanagement versterken. Waarderen van bezittingen op marktwaarde is hierbij belangrijk, ondanks mogelijke procyclische effecten. Variabele kapitaalvereisten kunnen helpen om sneeuwbaaleffecten tegen te gaan. Voor het bepalen van risico zijn toezichthouders sterk afhankelijk geworden van kredietbeoordelaars. Het is daarom belangrijk dat de markt voor ratings goed functioneert. Voor sommige producten lijkt dit het geval, voor andere niet. De markt vertrouwt bijvoorbeeld nog steeds de ratings van bedrijven. Er is echter een wijdverspreid vermoeden dat belangenconflicten de betrouwbaarheid en transparantie van de ratings van gebundelde leningen verminderen. Kredietbeoordelaars

verdienen immers geld door advies aan banken die leningen willen bundelen. Het ligt daarom voor de hand deze adviesactiviteiten te reguleren.

Ten derde zullen beloningsprikkel van bankmanagers onder de loep genomen worden. Dit is een subtiel onderwerp. De overheid kan werknemers van een bank niet beter aansturen dan de directie van een bank zelf. Financiële prikkels kunnen nuttig zijn, als ze goed vormgegeven zijn. Het reguleren van beloningen van bankmanagers, door bijvoorbeeld een sterke lange-termijncomponent te eisen, is een belangrijke aanvullend instrument voor risicoregulering. Internationaal zijn verschillende banken hiermee al begonnen.

Ten slotte is de financiële markt een internationale markt geworden. Dit betekent dat internationale coördinatie van toezicht, regelgeving en overheidsingrijpen belangrijk is. Regels met betrekking tot faillissementen, garanties van deposito's en zelfs solvabiliteitsvereisten verschillen per land. Internationale afspraken hierover maken toezicht effectiever en makkelijker, waardoor ingrijpen minder vaak nodig zal zijn. Nederland neemt actief deel aan de internationale besluitvorming.

Wat staat de Nederlandse overheid te doen?

Het huidige overheidsingrijpen was noodzakelijk, maar brengt ook risico's met zich mee. Het is niet vanzelfsprekend dat de overheid haar belangen in banken met winst verkoopt. De overheid kan in de verleiding komen de waarde van haar bankdeelname te vergroten, ten koste van andere banken. Toezicht is nodig om te voorkomen dat genationaliseerde banken hun status misbruiken om concurrenten te dwarsbomen. Ook bestaat het risico dat de overheid te lang achter het stuur blijft zitten of teveel wil sturen. Om verstoring van de markt zo klein mogelijk te maken, is het verstandig om, conform het voornemen van de Nederlandse regering, ABN Amro / Fortis zo snel mogelijk weer te privatiseren. Het Zweedse voorbeeld laat zien dat dit op relatief korte termijn kan, mits goed voorbereid.

Fiscale regels stimuleren bedrijven om investeringen en overnames te financieren met geleend geld, doordat de betaalde rente aftrekbaar is. Dit maakt ze gevoeliger voor economische en financiële risico's. Een evenwichtige behandeling van eigen en vreemd vermogen kan zorgen voor een gezondere financieringsstructuur van bedrijven.

Internationale afspraken bieden altijd ruimte voor invulling op nationaal niveau. Een belangrijk aandachtspunt is de vormgeving van het depositogarantiestelsel. Belangrijke vragen zijn hierbij: (1) hoe hoog moet de garantie zijn? Een beperkte garantie geeft depositohouders met grote tegoeden een prikkel om hun bank te monitoren. (2) Hoe moet de garantie gefinancierd worden? Moeten banken, de overheid of rekeninghouders de garantie betalen? (3) Wie moet er

onder de garantie vallen? Het IJslandse voorbeeld laat zien dat een depositogarantiestelsel in combinatie met grote hoeveelheden buitenlandse tegoeden bij banken tot grote risico's voor de overheidsfinanciën kan leiden.

Tot slot

Het is van belang te voorkomen dat het kind met het badwater wordt weggegooid. Goed functionerende financiële markten verhogen de welvaart door investeringen en innovatie te stimuleren. Als banken door strenge regulering te voorzichtig zijn, is dat ook kostbaar, ook al zijn deze kosten niet direct zichtbaar. Regulering is nooit af, maar een onderdeel van een proces van actie en reactie. In de afgelopen jaren raakten de autoriteiten te veel achterop. Regulering gebaseerd op algemene principes in plaats van gedetailleerde regels kan helpen om dit te voorkomen.

In het komende voorjaar zullen wij in een speciaal onderwerp in het Centraal Economisch Plan en in een CPB Document nader ingaan op deze beleidsvragen en de analyse van financiële markten verder verdiepen.