

Vergaderjaar 2007–2008

31 371

Kredietcrisis

Nr. 1

VERSLAG VAN EEN RONDETAfelGESPReK

Rondetafelgesprek over de kredietcrisis d.d. 30 januari 2008

Deelnemers:

Financiële sector

- de heer drs. J.L.M. de Jong, ABN AMRO
- de heer R.R. Leegerstee, Moody's Investors Service
- de heer prof. dr. O.C.H.M. Sleijpen, Algemeen Burgerlijk Pensioen-
fonds
- de heer drs. R. Hagendijk, Services
- de heer drs. J.M.A.M. van der Stee, Van Lanschot Bankiers.

Toezichthouders

- de heer dr. A.H.E.M. Wellink, De Nederlandsche Bank
Wetenschappers en financieel journalisten
- de heer dr. H.O.C.R. Ruding
- de heer ing. W.P. Middelkoop, financieel journalist
- de heer drs. K. de Kort, beleggingsanalist/commentator
- de heer prof. P. Eichholtz, Universiteit van Maastricht
- de heer drs. P.T. Lakeman, SOBI
- de heer prof. dr. L.H. Hoogduin, Universiteit van Amsterdam.

Aanwezig zijn 10 leden van de vaste commissie Financiën, te weten: Blanksma-Van den Heuvel (CDA), Blok (VVD), Cramer (ChristenUnie), Van Dijck (PVV), Irrgang (SP), Koşer Kaya (D66), De Nerée tot Babberich (CDA), Tang (PvdA), Vos (PvdA) en Weekers (VVD).

Stenografisch verslag van een rondetafelgesprek van de vaste commissie van Financiën over de kredietcrisis

Woensdag 30 januari 2008

Aanvang 10.00 uur

Voorzitter: Blok
Griffier: Berck

Van dit gesprek brengt de commissie bijgaand stenografisch verslag uit.

De **voorzitter**: Ik open dit rondetafelgesprek van de vaste Kamercommissie voor Financiën. Ik heet de genodigden van harte welkom, alsook de belangstellenden op de publieke tribune en de mensen die met ons meeluisteren. Het onderwerp van het rondetafelgesprek is de kredietcrisis. Er zijn in een aantal blokken deskundigen uitgenodigd, allereerst vertegenwoordigers van de financiële sector. Dit zal duren tot 11.45 uur. Daarna is er een lunchpauze waarbij de genodigden van harte welkom zijn. Vanmiddag komen de toezichthouders en ten slotte wetenschappers en financieel journalisten. Ik stel mij voor dat de genodigden allereerst de gelegenheid krijgen om in een paar minuten hun belangrijkste punten aan te geven. Wij hebben van de meesten van u stukken gekregen, waarvoor dank, maar voor het verloop van het gesprek en voor de toehoorders zou het onmogelijk zijn om de discussie te voeren zonder een korte mondelinge inleiding. Vandaar mijn verzoek om uw belangrijkste punten nog even aan te geven. Ik nodig u van harte uit om desgewenst op elkaar te reageren, want dan heeft een zitting als deze de meeste waarde. Ik geef vervolgens de Kamerleden de gelegenheid een korte vraag te stellen, en als er voldoende tijd is de rij nog een keer af te gaan. Zo moeten er de nodige wetenswaardigheden boven water kunnen komen. Twee aanwezigen hebben aangegeven dat zij wegens een drukke agenda een deel van de tijd niet aanwezig kunnen zijn. De heer De Nerée zal een deel van de ochtend afwezig zijn en de heer Irrgang vanaf 13.30 uur, maar zij zullen via het verslag kennisnemen van wat hier wordt besproken. U krijgt dit verslag overigens nog ter correctie voorgelegd.

Financiële sector

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Voorzitter. Ik werk weliswaar voor ABN AMRO, maar geef mijn eigen visie op de kredietcrisis. Ik moet niet zozeer als een vertegenwoordiger van de ABN AMRO gezien worden en ik wil zeker niets impliceren over de rol van specifieke instellingen bij de gang van zaken.

Heel simpel gezegd is de kern van de kredietcrisis het feit dat er de afgelopen jaren in de wereld te veel schuld is gecreëerd tegen de verkeerde prijs, dat wil zeggen: tegen een prijs die niet in overeenstemming is met risico's die verbonden zijn aan de kredietverlening. Dat leidt natuurlijk op een gegeven moment tot grote problemen, en dan is er maar één oplossing: schuldsanering. Dat is een heel pijnlijk proces. In dat proces moet je proberen om de pijn zoveel mogelijk te beperken. Tegelijkertijd moeten alle betrokkenen nadenken over maatregelen die een herhaling zouden kunnen voorkomen.

Wat is nu de rol van de diverse partijen geweest in dit proces? Misschien mag ik het op een wat hoger plan trekken. Ik denk dat de kredietcrisis in hoge mate samenhangt met de enorme onevenwichtigheden in de betalingsbalans die wij de afgelopen jaren in de wereld hebben gezien. In de kredietcrisis wordt op het ogenblik vooral gekeken naar financiële instellingen, beleidsmakers en rating agencies. Maar het lijkt mij dat je ook een case kunt maken van het feit dat er bijvoorbeeld door het wisselkoersbeleid van veel opkomende economieën grote onevenwichtigheden in de betalingsbalans zijn ontstaan in de wereld. Als landen grote externe tekorten hebben, moet dat gefinancierd worden. In hoge mate gaat dat via schuldcreatie. Dat is eigenlijk de diepste oorzaak van het geheel.

Zeker in de Verenigde Staten hebben beleidsmakers de rente te laag gehouden. De beleggers en banken hebben in zo'n klimaat een enigszins excessieve voorkeur voor risico gehad; achteraf kun je zeggen dat het een onverantwoord groot risico was. Zeker in de hypotheeksector in de Verenigde Staten zijn banken veel te agressief geweest in het verstrekken van hypotheeken. Je kunt je afvragen waar de toezichthouders waren. Iedereen kon toch zien wat daar gebeurde? Achteraf moet je constateren dat de rating agencies ratings hebben gegeven die niet realistisch waren, gebaseerd op modellen die uiteindelijk niet bleken te werken. Misschien was wat meer gezond verstand ook wel nuttig geweest.

Waar staan we nu? Wij zijn in een situatie beland waarin een neerwaartse spiraal dreigt van negatieve ontwikkelingen in de economie. Die negatieve ontwikkelingen leiden tot problemen in de financiële sector. De problemen in de financiële sector leiden tot een terughoudende opstelling van financiële instellingen in de kredietverlening en dat heeft weer een negatieve invloed op de economie. Er dreigt een heel negatieve spiraal te

ontstaan die uiteindelijk zou kunnen ontaarden in een "credit crunch" en in een nare recessie. Die moet je doorbreken en de Amerikaanse Centrale Bank beseft dat goed. Daarom is die nu heel agressief de rente aan het verlagen. Ook probeert men de economische groei zo goed mogelijk op de been te houden. Dat zou ook helpen. In de financiële sector is er een aantal instellingen waarvan het plezierig zou zijn als die op de been worden gehouden en ook op dat punt worden maatregelen genomen.

Voor de langere termijn lijkt mij dat het streven naar een vermindering van onevenwichtigheden op de betalingsbalans een belangrijk onderdeel moet zijn om dit soort problemen in de toekomst te voorkomen. Veel mensen pleiten voor een strakkere regulering. Ik weet niet of dat een voor de hand liggende optie is. Het lijkt mij dat beleidsmakers ook het nodige valt te verwijten in deze crisis. Bovendien heeft De Nederlandsche Bank de afgelopen jaren veelvuldig stresstesten gedaan in het bankwezen. Ik denk dat wij eerst moeten kijken of die uiteindelijk succesvol blijken te zijn. Het lijkt mij veel te vroeg om te vragen naar een strakkere regulering.

De heer **Leegerstee** (Moody's Investors Service): Voorzitter. Ik stel het op prijs dat ik namens Moody's Investors Service mijn visie mag geven en mag deelnemen aan het debat. Ik zal niet stilstaan bij de aanleiding en de mogelijke gevolgen van de crisis zoals die net beschreven zijn, maar meer de rol aangeven van de rating agencies in de markt en meer specifiek de veranderingen die wij noodzakelijk achten ten aanzien van de rating agencies en zeker ook van een bredere groep van gebruikers van ratings. De afgelopen maanden is duidelijk geworden dat een beter besef van de betekenis en de beperkingen van ratings noodzakelijk is. Een rating van Moody's beoordeelt uitsluitend een kredietverlies. Dat is een belangrijk element, maar niet het enige element dat overwogen moet worden door beleggers bij aan- of verkoop van een effect. Andere factoren dan alleen kredietrisico of het niet terugbetalen van een lening zijn in hoge mate bepalend voor de prijs van een effect. Het is aan de rating agencies om meer duidelijkheid te verschaffen over het gebruik van rating. Transparantieverbetering van het ratingproces is ook belangrijk. Wie zijn daarbij betrokken? Op welke wijze wordt informatie vergaard? Op welke wijze worden beslissingen genomen over het verstrekken van een rating en hoe wordt dat in gelijke mate verspreid naar alle marktgebruikers? Verder is er een duidelijke noodzaak ontstaan voor bijkomende meetinstrumenten. Een kredietrating heeft met name betrekking op de terugbetaling en niet zozeer op de prijs. Rating agencies zijn momenteel hard bezig om additionele indicatoren te ontwikkelen die het liquiditeitsrisico – erg belangrijk zoals wij de afgelopen maanden hebben gezien – beter kunnen beschrijven, waardoor investeerders beter geïnformeerd worden om hun beslissing te nemen. In de pers is de preventie van belangenverstrengeling veelvuldig genoemd. Belangenverstrengeling is volgens mij inherent aan de positie die rating agencies vandaag de dag innemen. Wij werken zowel voor de "issuer" van effecten als voor de investeerder. Aan welke kant je ook staat, er is altijd een belang: het belang van de issuer voor een zo hoog mogelijke rating en het belang van de investeerder voor een zo laag mogelijke rating. Een omslag van issuer naar investeerder zal dus

ook niet de oplossing zijn. De oplossing is wel een betere preventie van belangenverstrengeling. Het analytische pakket dat wij bieden moet volledig "gedelinked" zijn van de zakelijke kant van het verschaffen van de rating. Hiermee heb ik vier punten genoemd waarmee Moody's alsook de andere rating agencies druk doende zijn om verbeteringen aan te brengen en om zo mogelijk ook te komen tot een betere informatieverschaffing richting investeerders en andere gebruikers van onze rating. Dat gaat in nauw overleg met de verschillende instanties op zowel Europees als landelijk niveau. Wij hebben meermalen bevestigd dat wij daaraan volledig willen meewerken.

De heer **Sleijpen** (ABP): Voorzitter. De oorzaken van de kredietcrisis zijn voor een deel "man made" en moeten vooral worden gezocht in het Amerikaanse monetaire beleid in het begin van deze eeuw. De rente is fors verlaagd en is vrij lang laag gehouden, waardoor er een omgeving is ontstaan waarin een zogeheten "search for yield" heeft plaatsgevonden. De spanning die zich in het financiële stelsel, in de financiële markten heeft opgebouwd, werd al enkele jaren door alle financiële marktpartijen en financiële instellingen onderkend. Die spanning heeft zich vervolgens op twee manieren ontladen: op de Amerikaanse huizenmarkt – niet helemaal onverwacht – en op de markt van zeer complexe, intransparante "structured products" die in de markt zijn gezet. Die ontlading is voor de experts niet helemaal als een verrassing gekomen. Tegelijkertijd is sprake van een normalisatie van omstandigheden; wij keren terug naar de situatie waarin de risico's eigenlijk op een gezondere manier worden gewaardeerd dan daarvoor het geval was. Hoewel zo'n crisis buitengewoon vervelende en risicovolle kanten heeft, lijkt het mij ook belangrijk om te benadrukken dat er een normalisatie gaande is geweest.

Wat is de impact van de kredietcrisis geweest op de pensioensector? In mijn antwoord maak ik onderscheid tussen de directe en indirecte effecten. Directe effecten komen voort uit de kredietcrisis en de "subprime" markt zelf. Wij hebben niet alle gegevens van alle pensioenfondsen, maar je kunt wel zeggen dat die directe effecten meevallen. Het ABP had geen beleggingen in die subprime markt. Toen de crisis in de maand augustus 2007 uitbrak, maakte het ABP een licht positief rendement.

Met de indirecte effecten bedoel ik de correcties op financiële markten in brede zin. Het is zeer waarschijnlijk dat pensioenfondsen daar linksom of rechtsom in meer of mindere mate last van hebben gehad. Niettemin is de financiële positie van de pensioenfondsen sterk. Pensioenfondsen zijn langetermijnbeleggers en zien in dit soort ontwikkelingen juist mogelijkheden. Wij moeten niet vergeten dat er sinds 1 januari 2007 de Pensioenwet en het Financieel Toetsingskader (FTK) zijn. De afgelopen maanden met dit soort omstandigheden heeft het FTK, waarin wordt gewerkt met een systeem van buffers, al zijn verdiensten bewezen.

Wat next? Door de vorige sprekers is al gezegd dat er nogal eens de neiging bestaat om onder dit soort omstandigheden te roepen dat aanpassingen in wet- en regelgeving noodzakelijk zijn. Ik denk dat men daarmee voorzichtig moet zijn. Deze crisis moest wel voor een deel gebeuren. Je kunt je dan heel erg richten op die weeffouten in die transmissiekanalen waarmee die crisis

zich heeft geuit, maar je loopt daarmee het risico dat over vijf of tien jaar, als zich weer iets soortgelijks voordoet, het niet via kanaal a of b gaat, maar zich net voordoet op een punt waar nu niemand naar gekeken heeft. Een aandachtspunt moet wel zijn de wijze waarop risicomangement bij financiële instellingen, met name bij banken, is ingericht. Ik denk dat dit door alle partijen wordt erkend, niet in de laatste plaats door De Nederlandsche Bank.

Wat moeten beleidsautoriteiten doen? Het is een lastig verhaal. Ik kan mij iets voorstellen bij het verlagen van de rente, zoals de Fed dat vorige week heeft gedaan, maar ik kan ook de critici goed begrijpen. Wij zitten nu in een vertrouwenscrisis. Het is de vraag of je die zomaar oplost door de rente te verlagen. Ik heb van Duisenberg geleerd dat je een paard wel naar de drinkbak kunt brengen, maar of het paard ook gaat drinken is een ander verhaal. Het is een complex probleem. Ik denk dat nog niet helemaal is uitgekristalliseerd wat het effect zal zijn van de kredietcrisis op de reële economie. De crisis zal wel degelijk effect hebben, maar hoe groot dat effect zal zijn, zal de komende tijd moeten blijken, maar naar mijn gevoel – ook dat is wel vaker gezegd – staat Europa er wel iets beter voor, heeft het wel betere fundamentals dan de Verenigde Staten.

De heer **Hagedijk** (Services): Voorzitter. Wat is de situatie waarin wij nu verkeren? Als je geld goedkoop maakt en risico's niet spreidt, kun je situaties krijgen zoals nu in Amerika, met alle effecten ook voor ons. Het heeft ertoe geleid dat wij met een vertrouwenscrisis zitten in de financiële wereld. Als dat wantrouwen aanhoudt, is het zeer wel mogelijk dat wij in een recessie geraken. Dat is niet goed, en daar zullen wij zeker de effecten van merken.

Op dit moment is er naar onze berekeningen zo ongeveer 140 tot 150 mld. dollar afgeschreven. Dat zijn forse bedragen. Wij hebben zelf wel eens gedacht dat uiteindelijk 200 tot 300 mld. dollar afgeschreven zal moeten worden. Het werkelijke beeld van wat er verkeerd is gegaan, zullen wij de komende maanden zien, wanneer de accountants bij de diverse jaarrekeningen hun werk hebben gedaan en de constructen onder ogen hebben gehad. Zij zullen aangeven welke risico's uit de boeken gehaald en afgeschreven moeten worden. Wij zien nu effecten op de economie, maar het is mijn inschatting dat wij het eerste halfjaar van 2008 nog even moeten aanzien wat er precies verder gaat gebeuren. Ik verwacht dat wij nog wel een aantal dingen te horen zullen krijgen.

Wij beheren het vermogen voor een aantal grote partijen in de pensioensector. Wij zien inderdaad geringe effecten op de dekkingsgraad; dat is toch de maatstaf die pensioenfondsen hanteren, na het FTK, dat ook een betrouwbare maatstaf vormt. Daarin zien wij heel geringe effecten. Dat betekent dat de directe effecten van deze crisis op die vermogens en de dekkingsgraden nog niet merkbaar zijn. Er zullen natuurlijk indirecte effecten zijn. Als de reële economie wordt geraakt door de vertrouwenscrisis, of als er zeer veel geld uit de markt gehaald moet worden, zullen wij dat met z'n allen merken, ook de pensioenfondsen. Ik benadruk dat er wat ons betreft geen reden is tot paniek. Het huidige stelsel, dat onder het FTK nog eens is aangescherpt met buffers, moet dit soort crises kunnen doorstaan. Het stelsel biedt de stabiliteit die wij de deelnemers willen bieden; in die

zin werkt het. Naar onze mening is het niet verstandig om in deze periode met aanvullende maatregelen te komen, hetzij vanuit de regelgever hetzij vanuit de toezichthouder. Ik heb bij de vorige crisis wel een bijzondere actie meegemaakt vanuit de toezichthouder. Die actie heeft toen heel veel koopkrachtige vraag uit de markt gehaald en er moesten toen veel extra premies worden opgelegd. Ik benadruk, ook gezien de stand van de dekkingsgraden, dat het niet verstandig is dat op dit moment te doen.

De rente en de renteontwikkeling heeft wel degelijk effect op hetgeen er bij pensioenfondsen plaatsvindt, al is het alleen maar omdat de dekkingsgraden een nominaal effect van de renteweging kennen en daarmee dus ook ontwikkelingen zullen laten zien. Naar mijn gevoel zullen wij het eerste halfjaar van 2008 nog moeten bezien wat er nog verder op ons afkomt. Nu constateren we dat er zo'n 140, 150 mld. uit de markt is gehaald door allerlei constructies. Dat op zich is al zorgwekkend genoeg.

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Voorzitter. Ik maak onderscheid tussen enerzijds de normale economische cyclus en normale economische ontwikkelingen in de wereld, en anderzijds de kredietcrisis zelf. Het zijn twee aparte fenomenen die elkaar wellicht kunnen versterken. De effecten van de kredietcrisis zullen per saldo negatief zijn voor de economie als geheel, in het bijzonder in de Verenigde Staten, maar wij zullen het ook in Europa gaan merken. Het vertrouwen is voor een deel toch zoek tussen partijen en tussen banken onderling. Banken worden geconfronteerd met forse afschrijvingen op posities gerelateerd aan de Amerikaanse hypotheekmarkt en mogelijk straks ook nog aan andersoortige leningen. Hun kapitaalbasis wordt daardoor aangetast. Wij zien wel – dat is het positieve – dat vanuit het Midden-Oosten en Azië nieuw kapitaal op tafel komt. Ik verwacht daarom niet dat wij bang hoeven te zijn dat er een systeemcrisis zal optreden. De soliditeit van het internationale bankwezen als geheel is voldoende groot. Maar doordat de kapitaalbasis wordt aangetast, zullen de kredietvolumes worden teruggedrongen. Wij merken nu al dat banken terughoudender zijn met het verstrekken van krediet. Dat op zichzelf is uiteraard een negatief punt voor de economie. Zal dit voor Europa grote gevolgen krijgen? Ik denk dat het zeer zal meevallen. De conjunctuurindicatoren voor Europa zien er nog alleszins redelijk uit. Natuurlijk, als het minder gaat in de grootste economie van de wereld zullen wij dat merken, maar er zijn gelukkig ook nog andere economieën aan de andere kant van de wereld die het op dit moment heel goed doen en die op zijn minst voor een deel daarvoor compensatie kunnen bieden. Al met al is het zeker zorgelijk wat er gebeurt; klanten, consumenten en bedrijven merken dat al. De rente op veilige staatsobligaties is de laatste tijd fors gedaald onder invloed van tegenvallende economische berichten, door gebrek aan vertrouwen en door onrust op de financiële markten. Aan de andere kant zie je dat bedrijven als ze zich al kunnen funden op de kapitaalmarkt – wat een tijd lang een probleem is geweest – toch een hogere prijs moeten betalen op de kapitaalmarkt. Ook de consumentenbedrijven die gefinancierd zijn op basis van variabele constructies, met als basis de interbancaire rente, moeten in ieder geval in Europa nog steeds meer betalen dan een tijd geleden. In Amerika wordt dat gecompenseerd doordat de federal funds rate

fors is verlaagd. Per saldo is er geen reden om ons verschrikkelijk druk te maken, maar het is wel degelijk ernstig. Het vervelende van de hele crisis is, dat op dit moment nog helemaal niet duidelijk is hoe groot de problemen uiteindelijk zullen zijn en waar die opduiken. Het vertrouwen zal voorlopig heel gering blijven, zeker ook tussen de banken onderling.

De **voorzitter**: Dan ga ik naar de Kamerleden. Ik verzoek de fracties om een korte, bondige vragen te stellen. Van fracties die met meerdere leden aanwezig zijn, zal ik steeds één lid het woord geven.

De heer **Tang** (PvdA): Voorzitter. De macro-economische omstandigheden zoals de wisselkoers en de lage rente zijn debet, maar er zijn ook structurele factoren die aanleiding geven tot de kredietcrisis. Misschien zijn sommige producten te complex. Banken hebben de risico's van de balans gehaald, er is kritiek op de rol van de rating agencies, de beloningsstructuur bij banken nodigt misschien uit tot het spelen van spelletjes, want de winst wordt wel uitgekeerd maar het verlies wordt niet genomen. Ik hoor graag iets meer over die structurele problemen.

De volgende vraag is: waar waren de toezichthouders? Is er vanuit de toezichthouders op aangedrongen om die weeffouten of die structurele factoren weg te nemen?

De heer **Leegerstee** (Moody's Investors Service): heeft aangegeven dat er geen belangenverstrengeling mag zijn. Ik vind dat te vaag. Zouden instellingen zich niet met een single product, met één ding moeten bezighouden? Nu wordt er niet alleen een rating, maar ook tegelijkertijd een advies gegeven.

De **voorzitter**: In deze ronde kunnen de gasten ook met elkaar discussiëren, zeker als ze het niet met elkaar eens zijn. Dat leidt vaak tot de meest boeiende conclusies.

De heer **Leegerstee** (Moody's Investors Service): Ten aanzien van het conflicterend product dat de rating agencies verkopen, merk ik op dat dat niet meer gebeurt. In een vrij vroeg stadium is onderkend dat dat zou kunnen leiden tot een mogelijk conflict of interest. Het enige product dat Moody's Investors Service verkoopt is de kredietrating.

Ten aanzien van de complexiteit van producten hebben wij de afgelopen jaren vergaande desintermediatie gezien, waarbij de geldnemer en de geldgever direct met elkaar in contact komen zonder dat de banken een actieve rol spelen om het krediet te laten verlopen via hun balans. Dat heeft zeker geleid tot meer verstrekking van krediet. Er kwam meer hypotheekgeld beschikbaar voor degenen die zich actief op de huizenmarkt willen begeven. Dat is niet anders dan in andere sectoren waar inventiviteit en productontwikkeling plaatsvinden. Het is belangrijk dat de regelgever dat niet te veel frustreert. De vraag is of het te ver doorgeschooten is. Ik kom terug op de complexiteit en met name de transparantie; het is noodzakelijk om daarin verbeteringen voor te stellen.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Ik weet niet of financiële producten te complex zijn geworden, ik denk het niet. Het feit dat ik niet helemaal begrijp hoe ze in elkaar zitten, zegt niks. Veertig jaar geleden zetten de Amerikanen al een man op de maan; ik zou het nog niet kunnen.

Ik denk dat je de markt een beetje zijn werk moet laten doen. De instellingen die hieraan verlies lijden, zullen er lering uit moeten trekken. Dit geeft prikkels die uiteindelijk de boel weer op het rechte spoor trekken.

Ik heb mij jaren geleden toen ik in een dealing room werkte al afgevraagd of de beloningsstructuur in de financiële instellingen verkeerd is. Een prop trader is een handelaar die eigenlijk met het kapitaal en op rekening van de bank handelt. De propositie naar zo'n individu is asymmetrisch: als hij het goed doet, kan hij zeer veel geld verdienen, maar als het niet goed gaat, kan hij zijn baan verliezen. De bank of de aandeelhouder verliest dan het geld. Het is echter de taak van de bank om in de totale risicomangementssystemen de risico's binnen de perken te houden. Het is al te gemakkelijk om te zeggen dat de beloningsstructuren op dat niveau verkeerd in elkaar zitten. Ik denk dat je het moet zoeken in de risk management systemen.

De heer **Hagendijk** (Services): Als je de producten niet meer kunt uitleggen, heb je wel een vraagstuk te pakken. Als je zelfs bij mensen die het kunnen weten niet de transparantie kunt betrachten die je nodig hebt om hun het werk te laten doen, heb je een probleem. Ik denk dat dat hier ook is misgegaan. De eerlijkheid gebiedt te zeggen dat deskundigen in de markt eigenlijk al geruime tijd wisten dat er een groot probleem was in de huizenmarkt, maar daar is niet op geacteerd. Transparantie op de constructen heb je zeker nodig, maar de toezichthouders hadden zicht op de risico's en wisten waarmee zij bezig waren. Het zijn eenvoudige economische wetten: als je risico's niet prijst en geld heel goedkoop maakt, kun je in de problemen komen. Het voordeel van de constructen is dat ze spreiden. Ze spreiden ook risico's. Dat werkt dempend op de huidige situatie. Het nadeel is dat je niet precies weet waar het naar toe gaat, maar je ziet wel de dempende werking van die constructen.

In de financiële wereld worden de mannen en vrouwen goed geprikkeld door de bonussen. Bij sommige bedrijven, zoals Citi en Merrill Lynch, heeft die beloningsstructuur zuiverend gewerkt, want de nieuwe man of vrouw die daar komt, zorgt ervoor dat de stal schoongeveegd wordt; die is weer voor zijn eigen bonus aan het werk.

De heer **De Nerée tot Babberich** (CDA): Afgelopen vrijdag was er paniek op de Nederlandse beurs over Fortis en ING. De paniek was ontstaan door schulden die herverzekerd waren: de monolines. Hoe zit dat in elkaar? Is daar zicht op? Hoe zit het als het verzekerd wordt? Hebben die verzekeraars voldoende vermogen om de klappen op te vangen als er op een gegeven moment niet wordt terugbetaald?

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Dat is op dit moment een van de grote onzekerheden. Het is al wat langer aan de hand; de hele maand januari is voor de financiële markt voor een belangrijk deel bepaald door de onzekerheid over die herverzekeraars: de monoline insurers. Dat zijn partijen die obligatierisico's verzekeren door middel van "credit default swaps". Je kunt je als belegger in obligaties verzekeren tegen het default risico door dit soort credit default swaps te kopen. Die worden verzekerd door dit soort monoline insurers. Als je je verzekert, is het wel prettig om te weten dat je verzeke-

raar er goed bijstaat. Er was nogal wat te doen over de credit ratings van deze partijen, met name van een aantal grote in Amerika, zoals Amback en MBIA. Daar is inmiddels een reddingsplan voor afgekondigd, dat heeft de markt wel tot bedaren gebracht. Het vervelende van het reddingsplan is, dat de banken daar weer een rol in moeten vervullen. Zij moeten een nieuw kapitaal verstrekken om ervoor te zorgen dat de credit ratings van deze verzekeraars op peil blijven. Het lijkt erop dat dit vuurtje geblust is, maar ik weet niet hoe lang dat vol te houden is. Het gaat om een heel grote markt van ongeveer 2400 mld. dollar; een veelvoud van de bedragen die wij in verband met de subprime crisis horen. Niet alle partijen zullen failliet gaan en de uiteindelijke risico's zullen veel beperkter zijn. Maar als er klappen vallen, zal dit soort verzekeraars behoorlijk moeten gaan uitkeren, waardoor hun kredietwaardigheid onder druk kan komen te staan. Het gaat er niet eens zozeer om of deze partijen die risico's uiteindelijk kunnen dragen, maar als hun kredietwaardigheid verlaagt, betekent dit dat allerlei ratings van individuele obligaties over de hele wereld moeten worden verlaagd, en dat leidt dan weer tot grote verliezen bij de partijen die ze houden.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Ik maak mij over die monolines behoorlijk zorgen. De heer Van der Stee zei dat die markt zo'n 2400 mld. bedraagt en dat lees ik ook, maar de totale markt van credit default swaps is 4500 mld. dollar. Dat is drie keer de omvang van de Amerikaanse economie en van het Amerikaanse bbp. Daarin zitten veel dubbeltellingen. De markt van de monolines is 2400 mld. dollar en dat wordt dan even opgelapt met een bedragje van 10 mld.! Dat bedrag stellen de banken beschikbaar, zodat de monolines blijven bestaan en de obligaties van de banken goed blijven. Dat riekt naar het blussen van een brandje, en het is wachten tot het volgende brandje uitbreekt. Het werpt de vraag op waardoor deze situatie is ontstaan. Dat is terug te voeren op structurele factoren. Waarom zijn mensen bereid gebleden om tegen heel lage vergoedingen grote risico's aan te gaan? Dat is heel moeilijk te zeggen. Ik heb de afgelopen jaren aan discussies deelgenomen waar dit soort vragen aan de orde is geweest. Het is een beetje hiermee te vergelijken: het vriest een paar graden en u vraagt zich af of het ijs al sterk is. De hele straat is al vrolijk aan het schaatsen en heeft veel plezier, maar u staat stil langs de kant te koukleumen. Dan is het verleidelijk om ook maar te gaan schaatsen, terwijl u eigenlijk misschien wel weet dat het gevaarlijk is. Dat is gebeurd en nu zakken wij met z'n allen door het ijs.

De heer **Irrgang** (SP): U beschrijft met uw vergelijking dat hebzucht een oorzaak is van deze crisis. De overheid moet er dan toch voor zorgen dat de financiële instellingen niet zo'n onverantwoord risico nemen waardoor ons gehele financiële systeem in gevaar komt. Het valt mij op dat u heel terughoudend bent en zegt: overheid, doe vooral niet aan extra regelgeving. Het is toch allemaal begonnen met het verstrekken van leningen aan arme Amerikanen; mensen die gewoon zijn opgelicht met hypotheekleningen die zij absoluut niet konden dragen. Veel mensen zijn daardoor ontzettend in de problemen gekomen. Het begint er toch mee dat, vooral in Amerika, daaraan iets gedaan moet worden? De kredietbeoordelaars hebben gewoon gezegd dat die

leningen heel goed waren. Dat bleek achteraf niet waar. Hoe kon dat gebeuren? Kunt u dat uitleggen? Banken hebben risico's van de balans gehaald, waardoor verborgen bleef dat er heel grote problemen waren. Dat is toch juist een reden om te zeggen dat de regelgeving van de overheid niet op orde is?

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Of wij het leuk vinden of niet, onze markteconomie wordt gedreven door hebzucht. Iedereen wil vooruit in het leven. Zo werkt het systeem. Moet je dat reguleren als er iets misgaat? Nee, zo werkt de markt. Als je iets doet en het gaat mis, dan word je afgestraft, en dat trekt alles weer recht en op het pad omhoog. Er is een groot probleem ontstaan, maar wij hebben de afgelopen jaren mondiaal een gigantische economische groei meegemaakt, die op een heel andere manier is verdeeld in de wereld dan in de decennia daarvoor. Honderden miljoenen mensen in de wereld zijn erin geslaagd om hun levenspeil op een duurzame manier vrij stevig te verhogen, dat moeten wij niet vergeten.

Banken hebben risico's van de balans gehaald, mag dat zomaar? Risico's zijn verpakt in producten en daarvoor zijn beleggers gevonden die die risico's zijn aangegaan. Banken hebben geen risico's onder de tafel gehouden. Het agressief verkopen van hypotheekleningen aan mensen van wie je van tevoren kunt vaststellen dat ze dat bijna zeker niet kunnen terugbetalen, gebeurt gelukkig niet in Nederland en wat je de Amerikanen zou kunnen verwijten.

Er is een systeemrisico. De boel is nog niet ontploft; het is juist een goede test onder de huidige omstandigheden om vast te stellen of het toezicht werkt. De heer Wellink zal er vanmiddag wel het een en ander over zeggen. Laten wij nu eerst maar eens kijken of het werkt of niet!

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Ik ben het met de heer De Jong eens dat Amerikaanse banken in veel opzichten heel soepel zijn geweest met het verstrekken van krediet aan consumenten die eigenlijk niet goed waren voor dat geld. Maar wij moeten het niet overdrijven; zeker 85% van de mensen die dat soort leningen is aangegaan, woont nog steeds in hun huis en kan nog steeds de rente en aflossing betalen en zal dat blijven doen. Zo'n systeem geeft mensen een kans die anders betrekkelijk weinig mogelijkheden hadden gehad om een huis te kopen. In Nederland hebben wij vaak de discussie gehad over failliet gaan, dat wordt je in Nederland zwaar aangerekend. Als je eenmaal failliet bent gegaan, is het heel moeilijk om bij de bank krediet te krijgen. In Amerika werkt dat wat soepeler. Dat geldt ook voor consumenten die in het verleden misstappen hebben begaan, variabele inkomens hebben, misschien opgezadeld zitten met verliezen uit het verleden. Die mensen krijgen een kans om toch een bestaan op te bouwen en een huis te kopen. Dat zijn de positieve kanten van het systeem. Als vervolgens de risico's van die banken doorverkocht worden aan professionele beleggers – dit soort producten komt over het algemeen niet in particuliere portefeuilles terecht – mag je van die beleggers verwachten dat zij de risico's onderkennen. Ratings of geen ratings, we weten allemaal hoe het met ratings werkt. Het probleem is niet hoe hoog de rating vandaag is, het gaat erom wat er met die rating gaat gebeuren. Dat weet elke professionele belegger, met hen moeten wij niet te veel medelijden hebben.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Ik dank de heren voor hun inbreng. Tegen de heer Irrgang wil ik zeggen dat hebzucht niet valt te reguleren. Misschien dat wij de kaders goed hebben en dan maar hopen dat het goed werkt.

Als je nu echt de crisis verwacht, zou je in zo'n situatie toch ook heel handig kunnen beleggen en gigantisch rijk kunnen worden. Je zou miljarden kunnen verdienen.

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Dat is ook gebeurd door sommige partijen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Of je verwacht de crisis niet, of je bent niet handig. Maar dan zou er niet zo'n enorme crisis moeten zijn, want als men handig zou zijn, zou er door iedereen goed zijn verdiend. Mijn vraag aan de heer Sleijnen is of de pensioenpremies de komende jaren omhooggaan om die dekkingsgraad voor elkaar te krijgen. Hoe verhoudt een en ander zich met de overheidsfinanciën, gezien de aftrekbaarheid van deze premies?

De heer **Sleijnen** (ABP): Sinds de Pensioenwet en het FTK zijn er wettelijk afspraken gemaakt over hoe een kostendekkende premie uitgerekend moet worden. Pensioenfondsen doen dat niet allemaal op dezelfde manier, maar de meeste pensioenfondsen gebruiken daarvoor een vaste rekenvoet of disconteringsvoet, die meestal wordt afgeleid van een verwacht rendement op beleggingen in de toekomst. Pensioenfondsen willen zich niet van tevoren rijk rekenen wanneer ze de premie bepalen, daarom wordt dat verwachte rendement prudent vastgesteld. Wanneer het ABP de pensioenpremie uitrekent, gaat het uit van een op de lange termijn verwacht reëel rendement, van 3% en dus gecorrigeerd voor de looninflatie, omdat het ABP de ambitie heeft om pensioenen te indexeren. Die 3% wordt volgens mij door veel pensioenfondsen gebruikt. Dat doen zij voor een periode van een aantal jaren, en dan wordt vastgesteld of dat percentage nog adequaat is. Het gemiddelde voortschrijdend rendement van het ABP van de afgelopen tien jaar lag rond de 5% en in nominale termen zelfs ruim boven de 8%. Als je op een verstandige manier je premie bepaalt – ik denk dat de meeste pensioenfondsen dat doen – en je je daarbij niet van tevoren helemaal rijk rekent, valt het dus wel mee. Dan hoeft je de pensioenpremie niet aan te passen omdat de rendementen in een jaar tegenvallen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Ik begrijp dat als de kredietcrisis meevalt, de premies ook zullen meevallen. Verwacht de heer Sleijnen dat de pensioenpremies omhoog zullen gaan gezien het feit dat door iedereen wordt aangegeven dat die crisis mogelijk wel te verwachten is?

De heer **Sleijnen** (ABP): Ik verwacht niet dat de pensioenpremies omhoog gaan vanwege de kredietcrisis, omdat pensioenfondsen bij hun premiestelling op een voorzichtige manier omgaan met de rendementen die zij inboeken.

De heer **Hagendijk** (Services): Ik kan volgen wat de heer Sleijnen zegt. De slimheid waarnaar mevrouw Koşer Kaya verwees, is er wel degelijk. Pensioenfondsen diversificeren: zij gaan nooit op één markt zitten, maar

altijd op verschillende markten en op verschillende producten. Het effect in Noord-Amerika werkt daarom niet door in de dekkingsgraad. De pensioenfondsen in Nederland zullen inderdaad een prudent beleid laten zien en de toezichthouder zal ons keurig volgen op dat punt.

De heer **Weekers** (VVD): Als ik het goed begrijp, is een belangrijke oorzaak van de crisis dat banken een aantal risico's van de balans hebben gehaald. Dat hebben zij in handzame pakketjes gestopt. Kredietbeoordelaars hebben daar verkeerde etiketten op geplakt, waardoor op tal van plaatsen katten in de zak zijn gekocht of verkocht. Waar liggen de aansprakelijkheden? Wie heeft er uiteindelijk het meest onder te lijden? Kan de markt dat uiteindelijk zelf oppakken en ontstaat er vanzelf regulering in de zin van meer transparantie en wordt daarmee belangenverstremming bij kredietbeoordelaars voorkomen? Of kan de markt dit niet oppakken en zouden de internationale financiële autoriteiten maatregelen moeten treffen?

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Dat zijn veel vragen. Misschien kan ik het eerste deel beantwoorden. De heer Weekers zegt: de rating agencies hebben er verkeerde etiketten op geplakt. Ik denk dat dat met de wetenschap van vandaag inderdaad het geval is. Maar het komt veel voor; analisten maken een beoordeling en achteraf zal blijken of zij gelijk hebben of niet. Dat geldt voor kredietbeoordelaars net zo. Die kredietbeoordelingen zijn gedaan op basis van langjarige statistieken. Uit die langjarige statistieken blijkt dat ook in de groep subprime, de minder kredietwaardige debiteuren, toch een heel groot deel zijn verplichtingen blijft nakomen. In de huidige tijd, met alle innovatie die wij op dat gebied hebben gehad, is het niet onlogisch dat men de risico's onderverdeelt. Ik geef toe, het wekt een beetje de indruk van een bedorven worst waarvan het laatste stukje nog goed is en dat wordt vervolgens verkocht met een triple-A-rating aan beleggers, maar die beleggers weten natuurlijk wel wat zij kopen. Misschien hebben zij zich dat op dat moment niet zo goed gerealiseerd en dachten zij dat ze een stukje triple-A kochten, maar de risico's zijn wel degelijk goed in kaart gebracht op basis van statistieken. Ik vind het te gemakkelijk om achteraf te zeggen dat wij er met z'n allen ingeluisd zijn. Dat zou men ook kunnen zeggen van de ict-crisis, toen veel beleggers hun geld staken in bedrijven waar niemand ooit van gehoord had, maar die op de beurs wel meer waard waren dan Heinz en Unilever bij elkaar. Dat moet wel te denken geven, maar de conclusie dat wij met z'n allen belazerd zijn, gaat mij veel te ver.

De heer **Leegerstee** (Moody's Investors Service): Ik ben dat met de heer Van der Stee eens, dat zal geen verrassing zijn. Het belang van een financiële bijsluiter om de belegger voldoende te informeren, en waarin bijvoorbeeld het risico beschreven wordt middels een triple-A-rating, is meerdere malen genoemd. De grootste verliezen tot vandaag zijn de prijsverliezen: de prijs van de belegging vandaag, maar niet het uiteindelijke verlies bij afloop van een hypothecaire lening. Over tien, vijftien jaar, wanneer de leningen op hun finale terugbetaaldatum komen, zal de waarheid boven tafel komen. Ik denk niet dat de verliezen dan zo groot zijn als zij nu geacht worden te zijn, met name gebaseerd op het prijsrisico.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Ik ben een iets andere mening toegedaan. De vraag of wij er ingeluisd zijn, is misschien wel suggestief, maar laten wij eens kijken hoe dat werkt in een financiële instelling. Je wilt een product maken en dat verkopen. Rating agencies plakken daar een stickertje op en dan is het in je belang om daar een zo mooi mogelijk stickertje opgeplakt te krijgen. Als financiële instelling ga je dan eerst onderzoeken hoe de rating agencies precies werken en dan probeer je iets te maken waarvan jij denkt dat het net een voldoende scoort, terwijl je misschien op je klompen kunt aanvoelen dat er hier en daar problemen zijn. Ik vind het te gemakkelijk om te zeggen dat het allemaal prachtig is. Op dat proces valt wel wat aan te merken. De partijen die daarbij betrokken zijn geweest, moeten daar uiteindelijk iets aan doen. Het is moeilijk om van tevoren aan te geven of de markt dat voldoende kan oppakken, maar dat lijkt mij wel de eerste weg; laat eerst de instellingen die geld verloren hebben en die het gevoel hebben dat zij er ingeluisd zijn, de rating agencies en financiële instellingen maar onder druk zetten om in het vervolg met duidelijkere en betere zaken te komen. Als er in de wereld geen grote onevenwichtigheden op de betalingsbalans waren geweest, was er ook niet zo'n behoefte geweest aan zoveel schuldcreatie. Ik denk dat je het uiteindelijk op een hoger peil moet proberen te trekken. De wereld had niet kunnen functioneren zoals ze gefunctioneerd heeft, als er niet zoveel schuldcreatie was geweest. Daar zaten ook positieve aspecten aan. Het is veel meer dan een vertrouwenscrisis, want er wordt echt pijn geleden. Hoe groot uiteindelijk de financiële verliezen zijn, kun je van tevoren niet weten, omdat de economie in een neerwaartse trend zit. Zolang de huizenmarkt in Amerika niet stabiliseert, is het onwaarschijnlijk dat de markt voor financiële producten die daarop gebaseerd is, zich kan stabiliseren. De markten voor credit default swaps zijn al onder druk gekomen. Normaal gesproken komen die onder druk te staan als bedrijven failliet gaan, maar ze zijn nu al onder druk gekomen vóór bedrijven failliet zijn gegaan. Bedrijven staan er goed voor. Mocht de economie in een recessie raken, dan zal het aantal faillissementen toenemen en dan wordt die markt stevig getest. Naar mijn idee is er geen peil op te trekken hoe groot de verliezen uiteindelijk zullen worden.

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): De heer De Jong heeft gelijk, zoals hij meestal gelijk heeft. Wel is het belangrijk om onderscheid te maken tussen enerzijds de gevolgen van de kredietcrisis, dat primair een verhaal is van de Amerikaanse subprime hypotheke en wellicht het segment dat daar net boven zit, en anderzijds de normale economische ontwikkelingen. Als de economie wereldwijd minder gaat groeien of zelfs de recessie ingaat, zakken de beurskoersen en komen bedrijfsobligaties onder druk te staan. Men moet niet alle verliezen die mogelijk straks geleden worden op één hoop gooien en die wijten aan de kredietcrisis, want dat is naar mijn idee bepaald niet aan de orde.

De heer **Van Dijk** (PVV): De aanwezige heren verzoeken vrijwel unaniem om geen acties te ondernemen. Hopelijk waait het wat over in de eerste helft van 2008; laten wij even aankijken wat er gebeurt. Gisteren is er een minitop van de Europese landen geweest, waar duidelijk is gezegd dat er maatregelen genomen moeten worden en

er meer controle moet komen op financiële systemen. Er is zelfs gesproken over het introduceren van grote boetes. Ik vraag me af of de houding van deze heren niet te veel is van "hopelijk waait het over", terwijl ik toch in alle stukken lees dat dit nog maar het begin is. Er is nu 150 mld. afgeboekt, maar de voorspelling is dat dat zal oplopen tot 500 mld. De voorspelling is dat het verschil van 350 mld. niet slaat op de Amerikaanse banken en instellingen, maar op de internationale en Europese banken en instellingen. Ik ben veel sceptischer over wat er nog staat te gebeuren in Europa en internationaal ten aanzien van deze kredietcrisis. Gelet op die minitop vraag ik mij af, hoe zij kunnen zeggen dat verdere maatregelen en toezicht wat hun betreft in dit stadium niet nodig zijn.

De heer **Hagendijk** (Services): Ik wil zeker niet het gevoel laten ontstaan dat wij onderschatten wat gaande is en dat wij het maar moeten aanzien. Ik heb gezegd dat de effecten van wat er op dit moment gaande is, zich de komende periode zullen ontwikkelen. Er is gesproken hoe je met rating, risico's en constructen zou moeten omgaan. Dat aspect verdient wel degelijk nader onderzoek. Ik pleit ervoor om dat te doen na analyse van wat er werkelijk is gebeurd, want dan kunnen adequate maatregelen worden genomen. Ik heb aangegeven dat er geen reden is voor paniekvoetbal.

De specifieke situatie van de Nederlandse pensioenfondsen is uniek voor Europa en misschien ook wel daarbuiten. Daar is stabiliteit ingebouwd. Dat betekent niet dat je je geen zorgen moet maken, maar de modellen hebben voorzien dat dit soort dingen kunnen gebeuren, daar is op gebufferd. Natuurlijk kan dit niet jarenlang doorgaan, want dan hebben wij met z'n allen een blauwe hoed als de hemel naar beneden komt. Je moet in de gaten houden wat er gebeurt. Diagnose en analyse zijn zeker nodig, maar er is geen reden om nu in paniek te raken.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): De heren aan deze kant van de tafel werken in de markt en hebben daar een zeker geloof in. Er zijn excessen gegroeid en die leiden tot een groot probleem, maar laten wij eerst die markt de kans geven om de problemen op te lossen. De heren bij de minitop zijn, met alle respect, beleidsmakers; die willen meteen iets doen als er een probleem is. Dat zijn twee verschillende kanten van het proces.

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Het is van uitermate groot belang om te kijken wat er eventueel fout gegaan is en hoe je dat in de toekomst met beter toezicht kunt opvangen. Bij de huidige problemen is het een illusie om te denken dat die met overheidsmaatregelen op te lossen zijn. De Fed in Amerika heeft de rente verlaagd en president Bush heeft nieuwe belastingverlagingen aangekondigd. Dat kan tijdelijk enig respijt en enige verlichting van de problemen geven, maar het onderliggende probleem is dat de Amerikanen te veel uitgegeven hebben zeker de afgelopen vijf, zes jaar. Zij hebben op veel te grote voet geleefd en te veel op krediet. Dat kan alleen door de tijd rechtgezet worden. Zij moeten meer sparen en minder uitgeven. De effecten zijn enerzijds een woningmarkt die onder druk staat en anderzijds een de effecten van een kredietcrisis op de economie. Die zijn natuurlijk negatief. Dat men probeert dat op te vangen met beleid is duidelijk, maar het onderliggende probleem los je daarmee niet op. Voor de

kredietcrisis als geheel geldt: je kunt erover nadenken wat er fout gegaan is en kijken wat er te verbeteren valt in de toekomst, maar het is ondenkbaar om het probleem nu op te lossen met maatregelen van de overheid.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Banken rapporteren al ontzettend veel aan de toezichthouders, vooral De Nederlandsche Bank. Ik vraag mij af of je veel bereikt door die rapportage te intensiveren.

De heer **Tang** (PvdA): De standpunten lijken een beetje te wisselen. Enerzijds hoor ik dat wij het aan de markt moeten overlaten en dat professionele beleggers prima in staat zijn om te beoordelen wat de risico's zijn, anderzijds hoor ik dat er misschien beter toezicht nodig is en dat er sprake is geweest van kuddegedrag: wij gingen met z'n allen op het ijs staan terwijl wij individueel dachten dat het ijs misschien te zwak was. Ik vind dat lastig, ik wil dit even scherp krijgen. Een deel van de problemen is waarschijnlijk te voorzien geweest. Is de toezichthouder, in het bijzonder De Nederlandsche Bank, in aanloop van de kredietcrisis, dus voor september 2007, vaker bij u langs geweest om de problemen die her en der toch wel gesignaleerd werden te bespreken? Ik hoor net dat er al genoeg gerapporteerd wordt. Waaruit moet het betere toezicht dan bestaan?

De heer **De Jong** (ABN AMRO): De Nederlandsche Bank heeft het de afgelopen jaren goed gedaan, die maakt een halfjaarlijkse rapportage over de financiële stabiliteit. In dat kader heeft De Nederlandsche Bank de laatste jaren diverse stresstesten laten uitvoeren die er niet om logen. Voorbeeld van zo 'n stresstest: reken uit wat er met jouw bank gebeurt als de rente fors stijgt, als de dollar fors daalt en als de Nederlandse huizenprijzen 20% dalen. Kun je dan nog overleven? Dat soort berekeningen is gedaan. De uitkomsten daarvan waren over het algemeen dat het Nederlandse bankwezen die scenario's kan hebben. Natuurlijk leidt dat tot verliezen, maar wij zouden dat overleven. Nu is er de test of dat in de praktijk ook werkelijk zo is. De kredietcrisis is gedeeltelijk geïntensiveerd door een liquiditeitscrisis die in het laatste deel van vorig jaar is ontstaan. De liquiditeitscontroles van De Nederlandsche Bank op het bankwezen zijn scherp geïntensiveerd, en terecht. Ook het liquiditeitsbeheer binnen financiële instellingen zelf is ook enorm geïntensiveerd.

De heer **Sleijpen** (ABP): Ik ben het met de heer De Jong eens. Met De Nederlandsche Bank hebben wij een buitengewoon goede toezichthouder. Wat voor banken geldt, geldt ook voor pensioenfondsen. Ik heb al gerefereerd aan het FTK. In dat verband heeft De Nederlandsche Bank aan pensioenfondsen gevraagd om met zogeheten "slecht weer scenario's" te werken. Dat zijn scenario's die deels door de bank zijn voorgeschreven terwijl deels aan instellingen wordt gevraagd om zelf na te denken over de grootste risico's. Ik vind dat belangrijker dan rapportages. Er wordt door financiële instellingen al heel veel gerapporteerd aan de toezichthouder. Die cijfers lopen vaak een maand of kwartaal achter en zeggen niets over de toekomst en over de verwachtingen. Als die cijfers bij De Nederlandsche Bank binnenkomen, kan de situatie de dag erna weer anders zijn. Het is essentieel dat de toezichthouder het gevoel

heeft dat de financiële instelling weet waar de risico's zitten en dat ze die risico's beheerst. De Nederlandsche Bank doet er alles aan om dat gevoel te krijgen en te houden.

Mevrouw **Blanksma-van den Heuvel** (CDA): In Amerika heeft de markt van de subprime hypotheek met name betrekking op de consumentenmarkt. Hoe hebben wij de afgelopen jaren onze bedrijven gefinancierd, zowel in Amerika als in Nederland? Daar hoor je relatief weinig over. Is daar een soortgelijke situatie aan de hand? Dat wil zeggen: het makkelijk financieren van de bedrijven-sector? De financiële sector pleit ervoor om de wet- en regelgeving niet aan te passen, maar de sector zelf is wel veel kritischer geworden op de kredietbeoordelings-systemen binnen bedrijven. Er is nu een terughoudendheid om het midden- en kleinbedrijf te financieren. Is dat een natuurlijke reactie of heeft dat te maken met het gemakkelijk financieren van bedrijven in de afgelopen periode, zowel in Amerika als in Nederland? Houdt de banksector zichzelf nu strak aan het lijntje bij het financieren van bedrijven?

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Het is evident dat banken voorzichtiger worden. Dat zal je bij elke economische neergang zien, want dan wordt duidelijk dat banken op eerder verstrekte leningen mogelijk verliezen krijgen en voorzieningen moeten treffen. In dit geval zijn die verliezen extreem. Vanochtend kwam UBS met dramatische kwartaalcijfers. In Amerika lijdt een aantal grote partijen flinke verliezen. Verder valt het nog wel mee, maar het jaar duurt nog lang; wij zullen nog wel meer slechte berichten krijgen. Natuurlijk heeft dat effect op de kredietverlening. Elke partij die verliezen lijdt, zal kijken wat er fout is gegaan en bedacht zijn op het nemen van te grote risico's. Overal zal het risicomanagement extra aangetrokken worden. Dat lijkt mij een natuurlijke reactie. Helaas zal het in sommige gevallen betekenen dat ook goed draaiende bedrijven moeilijker toegang hebben tot de kredietmarkt en wellicht meer gaan betalen.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Toen zo'n tien jaar geleden de technologiebubbel uit elkaar spatte, bleek dat bedrijven zich suf hadden geleend. Zij moesten hun balansen gaan versterken. De Amerikaanse Centrale Bank nam het voortouw door het verlagen van de rente – agressief rentebeleid – waarmee geprobeerd werd huishoudens, bedrijven en gezinnen aan te zetten om meer geld te lenen. Dat is goed gelukt in Amerika, vooral wat betreft de gezinnen, misschien te goed gelukt. Bij bedrijven is het anders gegaan. Zij zaten met grote schulden en hebben de eerste jaren van de periode met lage rente gebruikt om hun schuldenpositie af te bouwen. Pas de laatste drie jaar is dat proces omgekeerd en hebben zij meer geleend. Gemiddeld genomen staan bedrijven er redelijk goed voor, maar de situatie van lage rente heeft er wel toe geleid dat er enorm grote verschillen tussen bedrijven zijn. Er zijn bedrijven die agressief gebruik hebben gemaakt van die lage rente, want daarmee kun je via de hefboom je rendement op eigen vermogen verhogen. Andere hebben een veel conservatiever beleid gevoerd. Maar gemiddeld genomen staan de bedrijven er niet zo slecht voor.

De heer **Irrgang** (SP): Een aantal van u heeft benadrukt

dat de lage rente een oorzaak is geweest van al die kredietverleningen. Dat ligt ook erg voor de hand. Het verhogen van de rente is een terugkeer naar de normaliteit. Maar wij zien nu als reactie daarop een enorme renteverlaging in Amerika, bedoeld om de vertrouwenscrisis te bestrijden, terwijl je volgens mij met een renteverlaging geen vertrouwenscrisis kunt oplossen. Ons economisch systeem wordt eigenlijk gegijzeld door deze situatie. De Amerikaanse Centrale Bank ziet zich gedwongen om de rente gigantisch te verlagen, dus wij gaan terug naar die lage rentes. Als een financieel systeem de economie zo kan gijzelen, moet er naar mijn idee strengere toezichtwetgeving komen die beperkingen stelt aan dat soort onverantwoorde kredietverlening. Wij hebben al financieel toezicht, maar zijn die beperkingen sterk genoeg geweest? Blijkbaar niet. Je ziet in de praktijk wat er gebeurt.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Als de Amerikaanse Centrale Bank de rente naar een heel laag niveau brengt en daar lange tijd houdt, wat moet je dan doen aan het toezicht? Je kunt niet de Amerikaanse Centrale Bank onder toezicht stellen. Het doel van die lage rente is dat het aanzet tot kredietverlening. Als je aan de ene kant zegt: wij maken geld heel goedkoop zodat iedereen het wil lenen en de bedrijvigheid toeneemt, maar tegelijkertijd dat wilt beperken...

De heer **Irrgang** (SP): De heer De Jong begrijpt mijn vraag niet helemaal. De reactie van de Amerikanen komt voort uit de problemen die nu zijn ontstaan. Die situatie vraagt wellicht om een structurele oplossing waarbij meer beperkingen worden gesteld aan de onverantwoorde kredietontwikkeling. Er zijn meer oorzaken naast die lage rente.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Heel lage rente kan onder bepaalde economische omstandigheden nuttig zijn om een schokeffect te weeg te brengen, maar je moet die rente niet zo lang zo laag houden. Ik ben van mening dat dat de grootste fout is geweest. Die rente is veel te lang veel te laag gebleven. Daardoor zijn er nieuwe bubbels ontstaan. Die zijn uit elkaar gespat, en nu gaan wij weer hetzelfde proces in. Uiteindelijk is dat niet houdbaar. Uiteindelijk komt er dan een keer een soort oerklap en klapt het gehele financiële systeem uit elkaar. Dit is de theorie van de heer Middelkoop, u hoort hem vanmiddag nog. De Amerikaanse Centrale Bank probeert de negatieve spiraal te doorbreken door de rente heel laag te brengen. Dat proces zal nog wel even doorgaan. Als men iets geleerd heeft van de afgelopen zes, zeven jaar, zou men, zodra de situatie zich enigszins normaliseert, die rente veel vroeger naar normaal niveau brengen en ik hoop dat ze dat geleerd hebben.

De heer **Sleijnen** (ABP): De analyse van de heer Irrgang over het Amerikaanse rentebeleid deel ik. Zoals de heer De Jong aangaf, kun je best vraagtekens plaatsen bij het monetaire beleid zoals de Fed dat de afgelopen jaren heeft gevoerd. Net zo goed kun je vraagtekens plaatsen bij de renteverlaging die vorige week is doorgevoerd. Het is de vraag in hoeverre die zoden aan de dijk zet. De Europese Centrale Bank heeft daar een andere kijk op; die heeft een bepaald mandaat en wordt daarop afgerekend. Persoonlijk vind ik dat een gezondere en

transparantere situatie. Zodra het weer beter gaat, zou men de rente sneller weer omhoog moeten schroeven, dat ben ik met de heer De Jong eens. Daar zit wel een risico aan, want het vereist een buitengewone finetuning van je monetaire beleid. Men kan daar de fout mee ingaan. Het zou niet mijn beleid zijn. De oplossing moet niet gezocht worden in credit rationing of in het aanscherpen van die eisen. Het probleem zit voor een belangrijk deel in de wijze waarop het macro-economische beleid in met name Amerika de afgelopen tien jaar is vormgegeven.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Denkend aan de afwaardering van Fortis ben ik benieuwd hoe het met de Nederlandse financiële sector zit. Kunnen de risico's daarvan worden gekwantificeerd? In hoeverre bezit de Nederlandse financiële sector "assets" die lucht zijn? Wat betekent dat voor die sector?

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): De Nederlandse financiële sector zal geraakt worden, dat zult u vanmiddag ook van de heer Wellink horen. In welke mate weet niemand; als wij dat wisten, wisten wij ook wat wij op de beurs kunnen verwachten. Het is duidelijk dat er veel onzekerheid over bestaat. In het geval van Fortis is het afgelopen weekend door de Belgische autoriteiten veel druk uitgeoefend om meer openheid van zaken te geven. Dat heeft Fortis vervolgens gedaan. Misschien had Fortis dat ook eerder kunnen doen, maar dat is nu net het probleem, niemand weet het. De enige die het wel weet, zal het waarschijnlijk vanmiddag niet vertellen.

De heer **Weekers** (VVD): Ik kom terug op de rating agencies. De heer Middelkoop schrijft dat de rating agencies met name hun eigen en Amerikaanse belangen hebben gediend. Zij hebben een aantal producten op een dag afgewaardeerd van triple-A tot triple-C. Wat betekent dit op langere termijn? Betekent het dat er druk komt om tot meer onafhankelijke rating agencies te komen dan wel dat de bestaande kredietbeoordelaars in rechte worden betrokken om aansprakelijk te worden gesteld voor de enorme verliezen die geleden zijn? Ik vraag dit niet zozeer aan de heer Leegerstee, want hij is belanghebbende, maar aan de andere heren.

De heer **Hagendijk** (Services): Van de kant van het vermogensbeheer is rating een niet onbelangrijk gegeven, maar niet iets waar wij direct mee werken. Wij werken met partijen waar de betrouwbaarheid geldt. Als zich de situatie voordoet die de heer Weekers schetst, betekent dat dat de bodem onder zo'n partij wegvalt en dan doen wij niet snel zaken meer met zo'n partij. Wij doen niet direct zaken met rating agencies.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Onze reactie was onthutsing en teleurstelling. Wij staan aan beide zijden; aan de ene kant is het in ons belang om een zo hoog mogelijke rating op onze financiële producten te krijgen, aan de andere kant zijn wij zelf houder van financiële producten en dan is het in ons belang dat de rating die erop zit zo objectief en zo goed mogelijk de risico's weergeeft. In die zin zitten wij een beetje in een spagaat. Ik denk dat er een probleem is met de ratings. Persoonlijk vind ik de respons van de rating agencies niet zo overtuigend, maar dat is een zaak tussen de financiële

instellingen en de rating agencies. Zij moeten het maar stevig uitvechten.

De rating agencies zijn onafhankelijk; het zijn particuliere, beursgenoteerde bedrijven. Een van de problemen is de markt van rating agencies: er zijn twee grote en één minder grote. Ik kan mij de tekstboekjes van het economieonderwijs op de middelbare school herinneren: er zijn weinig aanbieders, een soort oligopolie, en dat creëert bepaalde machtsverhoudingen in de markt. Het zou dus goed zijn als er wat meer rating agencies zouden komen.

De heer **Leegerstee** (Moody's Investors Service): Inderdaad zijn er meerdere rating agencies actief, en het is de vrije keuze van de gebruiker om zijn of haar rating agency te kiezen. De heer Weekers refereert aan een downgrade van triple-A naar double-A of triple-C. Zeker, dat is gebeurd en dat heeft ons net zo verbaasd als het de markt heeft verbaasd. Dat is typisch iets wat gebeurt bij het beschikbaar komen van informatie waar wij niet eerder zicht op hadden. Wij zijn dan genoodzaakt onmiddellijk een beslissing te nemen. Die beslissing om van triple-A naar double-A en single-A te gaan is in geen geval ingegeven om de pijn te verzachten. Het belangrijkste voor ons is om onmiddellijk de situatie van dat moment te vangen in onze rating.

Moody's heeft ratings beschikbaar gemaakt sinds 1909. Sindsdien zien wij een relatief hoge mate van stabiliteit van ratings. Een rating zoals die is gegeven op dag één houdt goed stand en heeft een goed voorspellend karakter. De ontwikkelingen in augustus 2007 en later zijn zo verrassend geweest voor alle partijen, inclusief de rating agencies, dat die geleid hebben tot grote downgrades. Maar van het totale uitstaande bedrag van deze gestructureerde producten heeft slechts 7% te maken met subprime. Het is goed om de relevante omvang te bepalen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Er is veel kritiek op die rating agencies. Het lijkt mij dat op de lange termijn rating agencies er geen belang bij hebben als blijkt dat zij er volkomen naast hebben gezeten bij de waardering van de kredieten.

De heer **Leegerstee** (Moody's Investors Service): Dat ben ik volledig met u eens. Onze reputatie is een van de belangrijkste handelskenmerken en er is ons alles aan gelegen om die reputatie te beschermen. Onze rating is geen advies om bepaalde obligaties te kopen of te verkopen. Het is een onafhankelijke opinie die gebaseerd is op transparante methodologie die beschikbaar is voor iedereen, zowel klanten als niet-klanten. Alle ratings zijn beschikbaar zonder dat daarvoor betaald moet worden. Zo hopen wij het begrip van de gebruikers van onze rating te vergroten, zodat zij het inderdaad zien als niet meer dan een opinie in het totale scala van informatie die zij moeten vergaren om uiteindelijk een beslissing te nemen om een obligatie te kopen of te verkopen. Onze reputatie biedt bescherming tegen mogelijke praktijken om onjuiste ratings te managen.

Mevrouw **Blanksma-van den Heuvel** (CDA): Is ook de aansprakelijkheid geregeld als u adviezen uitbrengt?

De heer **Leegerstee** (Moody's Investors Service): Voor zover mij bekend is nog nooit een zaak tegen de

aansprakelijkheid van rating agencies succesvol afgesloten. Dat is in grote mate het gevolg van het feit dat wij een opinie geven en geen advies.

Mevrouw **Blanksma-van den Heuvel** (CDA): Wat is dan de meerwaarde van het advies?

De heer **Leegerstee** (Moody's Investors Service): Onze rol is belangrijk, maar relatief klein. Wij proberen informatie te vergaren, die informatie te normaliseren naar aanleiding van een standaard die wij bepalen in samenspraak met de markt, en dan die informatie te verspreiden in een zo breed mogelijke groep van gebruikers, niet meer en niet minder.

De heer **Irrgang** (SP): De heer De Jong heeft gezegd dat het een kwestie is tussen de afnemers en de ratingbureaus. Maar als dat echt zo is, zouden wij hier toch niet zitten? De risico-inschatting is uiteindelijk ook cruciaal voor het toezicht. De overheid garandeert de spaartegoeden van de mensen, dus dat belang is zo groot dat je niet kunt stellen dat die ratings alleen maar een zaak zijn van de banken en de ratingbureaus. Het is cruciaal voor het functioneren van het financiële systeem.

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Ik wil graag reageren. Ik zit hier niet om de rating agencies te verdedigen, en ik denk dat ze in menig opzicht fouten hebben gemaakt. Maar vaak is dat in de wetenschap van achteraf. Als dit soort beoordelingen door een overheidsinstantie zou worden gedaan, is er geen enkele garantie dat die met betere uitkomsten en met betere stickers zou komen.

De heer **Irrgang** (SP): Het belang is zo groot, zowel voor de afnemer en de kredietbeoordelaar alsook voor de overheid, dat het op een zorgvuldige manier moet gebeuren. De overheid zou nadere eisen kunnen stellen om dat proces van beoordeling zorgvuldig te laten gebeuren. Er is soms sprake van belangenverstremming.

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Uw conclusie is mijns inziens voorbarig, want u gaat er bij voorbaat vanuit dat partijen als Moody's en Standard & Poor's hun werk niet goed doen. Natuurlijk kun je constateren dat achteraf gezien die opinies niet juist zijn geweest, maar vooraf heb ik u dat niet horen zeggen.

Mevrouw **Blanksma-van den Heuvel** (CDA): Ons prudentieel toezicht is toch gericht op de beoordeling van dit soort risico's?

De heer **Leegerstee** (Moody's Investors Service): Ik verwijs naar de schriftelijke inbreng waarin reglementering van de rating agencies aan de orde komt. Sinds december 2004 heeft de International Organisation of Securities Commission (IOSCO) samen met de industrie regelgeving opgesteld. Zij hebben een principekader opgesteld dat de transparantie, de procedures, de methodologie en conflictverstremming behandelt. Moody's heeft in 2005 een gedragscode ingesteld die in grote mate op de IOSCO-code voortborduurde. Het Comité van Europese Effectenregelgevers (CESR) heeft de code overgenomen. De code wordt door de grotere rating agencies nageleefd. De discussie nu is niet zozeer of er regelgeving moet komen, maar of de bestaande

regelgeving effectief is om de situatie waarin wij nu verkeren, in de toekomst te voorkomen. Die regelgeving is noodzakelijk, maar sinds 2004 is er een actieve discussie tussen de regelgever en de rating agencies.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Het lijkt geen twijfel dat de rating agencies over het algemeen goed werk leveren en dat zij dat al honderd jaar doen. Het leidt ook geen twijfel dat zij de afgelopen jaren de plank hevig hebben misgeslagen, in samenspraak met ons, dat geef ik toe. De Nederlandse staat garandeert niet alle depositohouders. Er is een collectieve garantieregeling in het bankwezen, daar kunt u de heer Wellink verder naar vragen. In Basel II is een nog prominentere rol voor de rating agencies voorzien: als banken zelf geen risicovaststelling van een klant doen, vallen zij terug op die van de rating agencies. Daarmee wordt de financiële stabiliteit min of meer op een geformaliseerde wijze afhankelijker van de rating agencies.

De heer **Van Dijk** (PVV): Ik kom terug op de oorzaak. Wij weten allemaal dat men in Amerika op te grote voet heeft geleefd, dat er te veel kredieten zijn afgenomen en dat men te gemakkelijk aan een krediet kwam. Onvermeld is gebleven dat de Amerikaanse banken er slim mee om zijn gegaan. De Nederlandsche Bank pakte de hypotheek en blijft eindverantwoordelijke voor die hypotheek. Een Amerikaanse bank neemt die hypotheek, verpakt en bundelt die, houdt zelf het beheer, sluit een lucratief managementcontract en verkoopt die veelal door aan de internationale markt. Het risico van die hypotheek wordt zo afgeschoven op de internationale financiële sector. Ik vraag mij af of de grote professionele belegger zijn vertrouwen nog niet heeft verloren in het Amerikaanse financiële systeem, want zij zijn toch een beetje gemangeld door deze handelwijze? Is de integriteit van de Fed niet ontzettend aangetast? Want die heeft dat zien aankomen, had het kunnen weten, maar heeft er niets aan gedaan zolang dat risico op de internationale markt werd afgewenteld. Wat betekent dit allemaal voor de ontwikkeling van de dollarkoers? Er zijn geluiden dat mensen in de Aziatische landen en in het Midden-Oosten van hun dollars af willen. Wat voor implicaties heeft dat voor de Amerikaanse economie en uiteindelijk voor de wereldeconomie?

De heer **Leegerstee** (Moody's Investors Service): De techniek van het herverpakken van het krediet wordt niet specifiek in Amerika gebruikt. Het is waar dat het daar asset securitization zo'n 20 à 25 jaar geleden ontstaan is, maar Europa en Azië hebben die techniek 10, 15 jaar geleden omarmd. Een groot aantal kredietverstrekkers en hypotheekbanken in Europa maakt gebruik van exact dezelfde techniek. Wij zien dat als een diversificatie van funding van de banken. Zij vertrouwen niet alleen op het verkrijgen van deposito's of interbancair geld, maar daarnaast op de markt van de "securitization". Dit geldt zeker voor de hypotheekbanken, hetgeen de liquiditeit en beschikbaarheid van krediet zeker geholpen heeft. Het probleem in Amerika is volgens mij niet zozeer het gebruik van deze techniek, maar de kwaliteit van de onderliggende asset en de "disclosure" die daarmee gepaard ging.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Daar ben ik het mee eens. Uiteindelijk kan het ook niet anders, want Amerika

heeft een groot tekort in zijn buitenlandse handel. Dat is misschien de schuld van de Amerikanen zelf, maar je kunt ook stellen dat er landen zijn die graag een groot overschot hebben en dat het eigenlijk hun schuld is. Het is een medaille met twee kanten en het is niet duidelijk waar je de schuld zou moeten leggen. Het is een onevenwichtigheid die niet houdbaar is op termijn. Als Amerika een tekort heeft en een ander land heeft een overschot, moet dat tekort van Amerika gefinancierd worden. Dus er wordt op allerlei manieren schuld gecreëerd in de Amerikaanse economie, en uiteindelijk moet dat verkocht worden aan het buitenland. Het buitenland wil graag dat tekort financieren. Dat moet ook wel, want het buitenland wil ook graag goederen en diensten aan Amerika verkopen. Zo is de rest van de wereld gemangeld en door die onevenwichtigheid houdt je dit circus in stand.

De heer **Tang** (PvdA): De heer Van der Stee heeft uitgelegd dat de situatie onzeker is en dat niet bekend is waar de klappen zullen vallen. Wanneer worden die klappen duidelijk? Kan de situatie ontstaan dat deze klappen niet duidelijk worden, zoals in Japan in de beginjaren negentig? Toen waren er wel verliezen, maar de banken probeerden die te maskeren, waardoor de onzekerheid in het systeem bleef.

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Om met dat laatste te beginnen, ik heb niet de indruk dat men in het Westen zal proberen die verliezen onder tafel te schuiven. Natuurlijk zal men nooit als eerste naar buiten willen komen, maar zodra iedereen met verliezen naar buiten komt, zal men zoveel mogelijk schoon schip willen maken in 2007, zodat mogelijke afschrijvingen in 2008 zullen meevallen. Ik denk dat dat vanochtend ook is gebeurd bij UBS. Ik denk dus niet dat wij Japanse toestanden zullen krijgen.

Het grootste deel van de afschrijvingen zal met name over het afgelopen kwartaal zijn, maar voor de rest is het afhankelijk van wat er met het onderpand gebeurt. Wat gebeurt er met die Amerikaanse huizenmarkt? Ik vrees dat daar de bodem nog lang niet in zicht is en dat de prijzen nog een heel stuk verder zullen dalen, waardoor de problematiek alleen maar groter wordt. Dat kan alsnog tot extra afschrijvingen leiden. Ik verwacht dat wij de komende kwartalen en mogelijk tot in 2009 berichten zullen blijven horen over verdere afschrijvingen. Ik denk dat wij op dit moment wel op de top zitten.

De heer **De Nerée tot Babberich** (CDA): Krijg je nog een accountant die een goedkeurende verklaring afgeeft over een jaarrekening 2007 waarin niet alle risico's in beeld zijn gebracht? Want de accountant is uiteindelijk aansprakelijk als blijkt dat het fout zit.

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Die vraag is moeilijk te beantwoorden. Ik ga ervan uit dat de accountants er een hele puzzel aan hebben gehad en er nog steeds mee bezig zijn. Het is ook een definitieve kwestie: hoe moet je bepaalde producten waardeerden? Als er geen markt meer is voor bepaalde producten, moet je ze "mark to model" doen. Het is op dit moment hoogst onzeker wat er uitkomt. Daar zullen afspraken over gemaakt worden. Ik neem aan dat men uiteindelijk toch met goedkeurende verklaringen komt.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Ik had gevraagd of gekwantificeerd kan worden in hoeverre de Nederlandse financiële sector in het bezit is van assets die lucht blijken te zijn, want dat zal effect hebben op de grootte van de crisis.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Mijn rol in onze instelling is niet zodanig dat ik van elke positie alle ins en outs weet. In voorbereiding op deze bijeenkomst heb ik dat niet uitgezocht. Het is sowieso niet mijn taak om hier over onze eigen positie te praten, maar ik heb er ook heel weinig zicht op. Ik zou absoluut niet durven kwantificeren. Er is een paar keer gesproken over de speciale vehikels die zijn gecreëerd door banken en die buiten de balans zijn gezet. De instelling waarvoor ik werk heeft diverse van deze vehikels, die relatief omvangrijk zijn. Daarin zit over het algemeen geen papier dat zijn waarde zal verliezen. Die vehikels worden wel getroffen door de liquiditeitsproblemen, omdat beleggers niet graag meer dat soort vehikels willen financieren. Daarvoor is bij ons speciale aandacht geweest. Over het algemeen hebben die vehikels behoorlijk het hoofd boven water kunnen houden. Maar het directe antwoord op de vraag moet ik helaas schuldig blijven.

De heer **Van der Stee** (Van Lanschot Bankiers): Ik heb al eerder gezegd dat dit op dit moment voor iedereen hoogst onduidelijk is.

De **voorzitter**: Hiermee zijn wij aan het eind gekomen van het ochtendgedeelte. Ik dank onze gasten die van harte zijn uitgenodigd om met ons de lunch te gebruiken. Ik heb begrepen dat er ook al enkele gasten van vanmiddag aanwezig zijn en ook zij zijn natuurlijk van harte uitgenodigd.

Lunchpauze.

Toezi chthouders

De **voorzitter**: Ons volgende gesprek is met de heer Wellink, president van De Nederlandsche Bank, die ik van harte welkom heet. Wij hebben daarvoor de tijd tot 13.35 uur. De heer Irrgang heeft aangekondigd dat hij ons omstreeks die tijd zal moeten verlaten, maar via de notulen van deze bijeenkomst op de hoogte zal blijven. Ik geef eerst de heer Wellink de gelegenheid om zijn visie op de situatie toe te lichten en zal dan de Kamerleden de gelegenheid geven om naar aanleiding daarvan vragen te stellen.

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Voorzitter. Een enkele opmerking over mijn betrokkenheid bij dit alles, uiteraard vanuit De Nederlandsche Bank maar ook vanuit de Europese Centrale Bank (ECB), die besloten heeft tot grootschalige operaties op de geldmarkten. Ik ben ook betrokken bij dit alles via de Groep van Tien – wij hebben overlegd met de Amerikanen in het verband van de Groep van Tien – en in de context van het zogeheten Financial Stability Forum (FSF). Het FSF bereidt een advies voor aan de Groep van Zeven, die april aanstaande een bijeenkomst heeft. Ik zit in een kleine werkgroep die dat advies voorbereidt en ben voorzitter van het Basels Comité, dat zich bezighoudt met de regelgeving op het terrein van toezicht. Dat comité

analyseert op dit moment in welke mate de regelgeving moet worden aangescherpt en of er andere maatregelen genomen moeten worden. Ik ben dus via een aantal invalshoeken betrokken bij wat er speelt.

Ik zal in het kort mijn appreciatie aangeven van de huidige situatie. Ik heb begrepen dat de stukken die ik heb ingeleverd u ter beschikking zijn gesteld.

De rust op de financiële geldmarkten is in belangrijke mate teruggekeerd, zowel op het heel korte deel van de markt als op het iets langere deel (drie maanden). Ik ben geneigd te zeggen dat de situatie nog wel fragiel is. De ECB heeft vorige week een rapport gepubliceerd over de kredietverlening, waarin staat dat banken de kredietkraan enigszins hebben aangedraaid. Wat betreft de kapitaalpositie van het bankwezen merk ik op dat de impact van de turbulentie in de financiële markten substantieel is, maar te managen lijkt te zijn. Positief is dat thans bij de beoordeling van risico's een aanpassingsproces plaatsvindt. De risico's werden door marktpartijen sterk onderschat. Het aanpassingsproces gaat in de goede richting. Dat neemt niet weg dat er neerwaartse risico's zijn. Een daarvan is de invloed op de wereldeconomie. Men heeft vanochtend de nieuwste ramingen van het IMF kunnen zien. Daarnaast is er de invloed op de beurzen en het "spillover-effect" naar alle andere onderdelen van de financiële sector. Ook is er een spillover-effect naar commercieel onroerend goed en mogelijk naar andere markten, zoals in Oost-Europa. In de internationale fora analyseren wij de situatie en bereiden wij die rapporten voor. De snelle implementatie van Basel II staat als beleidsmaatregel hoog op onze agenda, evenals "disclosure" en transparantie, en het verbeteren van het liquiditeitsmanagement. Deze zaken zijn voor de korte termijn van belang. Voor de langere termijn moeten er maatregelen worden genomen om het riskmanagement van banken te verbeteren. Wij zullen meer aan stresstesten moeten doen en goed naar de waardering van de ingewikkelde producten moeten kijken. Ook moet worden gekeken naar het functioneren van rating instituten. Sommige sectoren zijn niet gereguleerd, en dat moet misschien wel. Wij kijken hoe centrale banken moeten inspelen op de huidige situatie in de markt. Dit was een korte samenvatting met wat handvatten voor de discussie.

De **voorzitter**: Ik verzoek de Kamerleden korte bijdragen te leveren. Fracties die met meerdere leden vertegenwoordigd zijn, vraag ik om een keuze te maken.

De heer **Tang** (PvdA): Dat was een hele waslijst die genoeg aanknopingspunten biedt voor een discussie. Ik pik er één punt uit: wat zijn de lessen van de afgelopen en huidige gebeurtenissen als het gaat om risico-management? Het internationale toezicht speelt natuurlijk mee en Basel II komt eraan. Maar er is al kritiek op Basel II, want daarin spelen marktpartijen een belangrijke rol bij de waardering. Vanochtend hebben wij uitgebreid gesproken over de rol van rating agencies. De kritiek op Basel II is tevens dat het nog steeds procyclisch kan uitwerken. Vanochtend hebben wij gehoord dat kuddgedrag mede de turbulentie op de financiële markten veroorzaakt en versterkt. Kunt u hierover iets meer zeggen?

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Ik denk dat een eerdere implementatie van Basel II wel geholpen zou

hebben. Wij hebben die vraag nadrukkelijk in verschillende bijeenkomsten onder ogen gezien. Steeds komt naar voren dat Basel II een meer risico georiënteerd framework biedt. Bepaalde zaken zouden niet, of niet in dezelfde mate, zijn gebeurd als Basel II al in werking was getreden. De Japanners hebben Basel II in maart 2007 geïmplementeerd. In die vergaderingen hebben de Japanners steeds aangegeven dat hun banken daardoor minder last van de turbulentie in de financiële markten hebben dan andere banken.

Niets in het leven is volmaakt, dus Basel II ook niet; op dit moment wordt bekeken hoe Basel II verder verfijnd kan worden. Misschien dat bepaalde impulsen om gedragingen niet te doen, nog iets versterkt moeten worden, bijvoorbeeld om iets minder snel en sterk te securitiseren. Wij gaan daar systematisch doorheen. Met Basel II zou de crisis minder diep zijn geweest. Of Basel II procyclisch is hangt af van hoe je ernaar kijkt. Op grond van Basel II moet je op een gegeven moment maatregelen nemen. Bij een groter kapitaalniveau heb je grotere buffers. Het komt bijna altijd neer op de vraag of je voldoende buffers in je systeem hebt om te bepalen of sprake is van een procyclische werking. Je kunt de cyclus weerstaan als de buffer groot genoeg is. Wij hebben de indruk dat in een evenwichtssituatie Basel II veel minder procyclisch is dan men denkt.

Ik zal de financiële markten niet met een kudde vergelijken, maar te zamen zijn het er wel veel en te zamen kunnen zij in beweging komen, dat zien wij overal en dus ook bij financiële markten. Het doorbreken van kuddegedrag is wel lastig.

De heer **Tang** (PvdA): Basel II geeft een grotere rol aan marktpartijen. Juist die marktpartijen staan ter discussie, want de waardering van risico's is de afgelopen tijd niet goed gebeurd: soms op basis van modellen, soms op basis van marktwaarden die nu niet meer blijken te bestaan.

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Dat is een onvolledige weergave van Basel II. Basel II heeft drie pijlers. De tweede pijler geeft de toezichthouder ruimschoots de kans om in dialoog met de marktpartijen af te dwingen wat hij niet wil dat uit de eerste pijler zou voortvloeien. Op basis van puur mechanische calculaties, of op basis van bepaalde ratings die de toezichthouder niet gelooft, kan een dialoog met de onder toezicht gestelde worden aangegaan die plaatsvindt in de context van de tweede pijler. Dat is een correctie op een overmaat van invloed van marktpartijen. De derde pijler heeft met transparantie en disclosure van doen. Pijler drie dwingt de onder toezicht gestelde instellingen veel opener te zijn. Dan kan de markt beter dan thans het geval is, reageren op wat er in de individuele instellingen gebeurt.

De heer **De Nerée tot Babberich** (CDA): Wij zijn hier vandaag bij elkaar omdat er allerlei producten in de markt gezet worden waarvan pas later blijkt wat de risico's zijn. Weet men wat er in de markt is? Is er meer behoefte aan preventief toezicht? Vrijdag hoorden wij de geruchten dat Fortis met name is aangetast door de monoline insurers. Wat is het risico daarvan? Wat hangt er nog boven de markt?

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Als ik het

wist, zou ik er eerst iets aan doen en het dan pas vertellen. Er zijn zaken die wij gewoon niet weten. De kwaliteit van het toezicht speelt daarbij een rol. Het is misschien flauw dat ik naar de kwaliteit van onderdelen van het toezicht aan de andere kant van de oceaan wijs, maar het toezicht op de verzekeringssector in de Verenigde Staten is, beleefd gezegd, aan de zwakke kant. De monolines gaven in eerste instantie garanties op leningen die door lagere publiekrechtelijke lichamen, gemeenten en dergelijke, werden gegeven. Die garandeerden ze en daar ging zelden iets mis mee. Daarom hielden die monolines maar in beperkte mate kapitaal aan. In de krant kunt u lezen hoe beperkt dat kapitaal van die monolines is. Toen de markt verzadigd raakte, garandeerden zij ook andere producten, producten die gelinkt zijn aan de wat ingewikkelde producten die thans voor een deel in diskrediet zijn geraakt. Daarmee hebben zij grote risico's genomen. Eigenlijk had een toezichthouder moeten zeggen: u hebt nog steeds kapitaal dat spoort bij heel solide garanties, maar het kapitaal zal moeten worden opgetrokken omdat uw activiteiten zijn veranderd.

De innovatie die in de laatste vijf, tien, vijftien jaar heeft plaatsgevonden, heeft zich in de financiële sector in sneller tempo voltrokken dan dat het risicomanagement binnen de banken is verbeterd, dan de regelgever aankon door een verbetering van regelgeving en dan toezichthouders aankonden. Als de beide broertjes Wright eerst een luchtvaartigheidsbewijs hadden moeten hebben, was hun vliegtuig nooit de lucht in gegaan. Innovatie moet je een zekere ruimte geven, maar de afstand tussen innovatie en het gevaar van een product mag natuurlijk niet te groot worden. Door de enorme versnelling in het proces is die afstand, blijkt nu, in feite duidelijk wat te groot geworden.

De heer **Irrgang** (SP): De heer Wellink heeft aangegeven dat de producten op de financiële markten sneller gecompliceerder en ingewikkelder zijn geworden dan de controle daarop in de banken zelf is verbeterd – bij de Banque Société Générale hebben wij gezien hoe verkeerd dat kan gaan – maar dat ook de controle bij de toezichthouder, en dat is De Nederlandsche Bank, die versnelling niet heeft bijgehouden. Welke conclusie kunnen wij daaruit trekken? Ik trek er in ieder geval de conclusie uit dat er nog heel wat moet verbeteren in het toezicht vanuit de overheid om een kredietcrisis in de toekomst te kunnen voorkomen.

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Wij moeten allemaal in onze eigen harten kijken en allemaal een deel van de verantwoordelijkheid nemen. Basel II is in essentie een antwoord – nogmaals, een niet volkomen antwoord – op de wijziging in het bedrijfsmodel van banken. Banken gaan van het traditionele model van "buy-and-hold" over naar een "originate-to-distribute"-model. Dat houdt in: vroeger gaf je als bank een hypotheek en bleef je daarop zitten tot zij afgelost was. Nu doe je een hoop hypotheek bij elkaar, verpakt die en gaat die verhandelen. Die verandering in dat model hebben wij als toezichthouders best gezien. Basel II is voor een belangrijk deel een reactie daarop. Alleen heeft het Basel II-proces jaren geduurd. De Amerikaanse autoriteiten zullen Basel II pas per 1 januari 2009 invoeren. Jaren geleden zijn wij ermee begonnen. In die tijd kwam de globalisering fors op gang en was de

innovatie zich verder aan het voltrekken. De processen waren in gang gezet om er iets aan te doen, maar in democratische samenlevingen, waar parlementen, overheden, sectoren en publiek tevens een rol spelen, kan het iets langer duren. Je kunt niet de innovatie stopzetten. Een van de lessen die ik eruit getrokken heb en die wij internationaal bespreken is: is het mogelijk om die wereldwijde onderhandelingsprocessen in het Basels Comité op enigerlei wijze te versnellen? Ik ben daar sceptisch over, want alle parlementen en landen die erbij betrokken zijn hebben hun eigen invalshoeken en belangen en dat neemt tijd. Ik kan van elke speler een reden aangeven waarom het zo lang geduurd heeft. Die redenen opgeteld leiden tot een onbevredigende uitkomst. Dat betekent dat wij een systeem moeten bouwen dat vanuit zichzelf resistenter is tegen schokken. Daarmee zijn wij op dit moment bezig.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): U heeft gezegd dat banken een substantiële impact zullen hebben. Wat verstaat u daar precies onder? Het kabinet wil een begrotingsoverschot van 1,1% in 2011. Hoe groot acht u de kans dat dat gehaald wordt? Gezien uw eerdere opmerkingen bij onder meer Buitenhof, ben ik benieuwd of u tussentijdse bezuinigingen noodzakelijk acht indien er tegenvallers blijken te zijn.

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Dit zijn buitengewoon interessante vragen, maar als ik voorzitter was, zou ik ze buiten de orde van de vergadering plaatsten.

De **voorzitter**: Dat is een duidelijke uitnodiging! De eerste vraag is zeker niet buiten de orde en de tweede laat ik aan de discretie van de heer Wellink zelf over.

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Ik sta bekend om mijn discretie, dus daar geef ik even geen antwoord op. Bij de eerste vraag weet ik niet precies in welke context...

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Op de vraag van de heer De Nerée hebt u aangegeven dat de kredietcrisis substantiële invloed op banken zal hebben.

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Ik heb het niet zozeer gezegd tegen de heer De Nerée. Mogelijk hebt u het ontleend aan een bericht in De Telegraaf. Dat bericht is ontleend aan de bijdrage die wij hebben ingeleverd. De zin waaraan het is ontleend, is iets langer: Indien de huidige ontwikkelingen zich voortzetten, ontwikkelingen die in de verkeerde richting gaan, dan zal ons bankwezen zwaarder getroffen worden. Dit is een waarheid als een koe, zonder dat beest overigens te willen beledigen.

De **voorzitter**: Dan is het woord aan de heer Weekers.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): De andere twee vragen moet ik zien als...

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Volgens mij zouden wij spreken over de turbulentie op de financiële markten en niet over het begrotingsbeleid van het kabinet in 2011.

De **voorzitter**: Toen ik zei dat ik het aan de discretie van de heer Wellink overliet, bedoelde ik ook echt discretie en hij begreep hij goed.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Ook mijn tweede vraag?

De **voorzitter**: Wij gaan naar de heer Weekers.

De heer **Weekers** (VVD): In uw schriftelijke inbreng geeft u aan dat westerse banken die nu in liquiditeitsproblemen komen, geholpen worden door middel van participatie van staatsfondsen uit het Midden-Oosten en Azië. Dat is misschien het voordeel van een mondiale kapitaalmarkt. Kunt u daar iets dieper op ingaan? Hoe ziet u die ontwikkeling? U geeft verder in uw schriftelijke inbreng aan dat er hier te lande, maar je hoort die geluiden ook elders in Europa, in de perceptie van een aantal mensen enige dreiging uitgaat van de staatsfondsen uit het Midden-Oosten en Azië, maar dat wij dat niet moeten overdrijven. Met dat laatste ben ik geneigd het eens te zijn. Tegelijkertijd stelt u dat er aanleiding is om de activiteiten van die staatsfondsen op Europees niveau goed te monitoren. Welke instrumenten heeft u daarvoor? Wanneer zou je het als een welkome aanvulling moeten zien en wanneer als een bedreiging? Welke instrumenten bestaan er om de kwalijke kanten daarvan terzijde te schuiven?

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): De opkomst van deze fondsen was eigenlijk een vanzelfsprekendheid. Een aantal jaren geleden heb ik in het jaarverslag uiteengezet dat de opkomst van China en de globalisering zouden leiden tot fundamentele verschuivingen in de inkomensverdeling en tot nieuwe "evenwichtsniveaus" van grondstoffenprijzen. Zo'n grote speler die in de markt komt, heeft natuurlijk zijn invloed. Die verschuivingen in die inkomensverdeling hebben zich voltrokken; er is heel veel geld gegaan naar landen als China, en dat geld heeft zich daar opgestapeld. Een en ander vloeit voort uit het enorme lopende rekeningtekort van de Verenigde Staten. Er is veel geld gegaan naar grondstoffenproducerende landen. Die moeten er iets mee kunnen doen, net zoals wij in het verleden, toen wij deze gelden hadden, ze moesten besteden en ze elders konden beleggen. Dus dit fenomeen was te voorspellen. De bedragen zijn groot. Maar als je de bedragen relateert aan de financiële wereldzee, zijn ze nog steeds klein. Blindelings extrapoleren zou ik niet durven; in de meeste studies wordt er geëxtrapoleerd van 2000 of 2500 mld. naar 15.000 of 20.000 mld., naar gigantische bedragen. Ik denk dat er nieuwe evenwichtsmechanismen komen. Maar goed, de bedragen zijn in absolute termen groot en worden nog groter. De gevolgen daarvan moeten wij niet overdrijven, maar er zitten wel risico's in. Er zitten ook positieve aspecten aan: zij kunnen stabiliserende krachten in markten zijn, zeker als het partijen betreft die voor langeretermijnbeleggingen kiezen. Van bepaalde partijen staat dat vast, die willen gewoon inkomen hebben voor de volgende of een navolgende generatie en die leggen dat geld daarvoor opzij. In onzekere omstandigheden zoals nu, waarin financiële instellingen geld nodig hebben, kan het best nuttig zijn dat er partijen op zoveel geld zitten. Dus onder bepaalde omstandigheden kan het zeer positieve effecten hebben. Onder andersoortige omstandigheden zou het negatieve effecten kunnen hebben, namelijk als dat geld misbruikt

wordt om een invloed uit te oefenen in bedrijven die verdergaat dan een puur economische invloed. Een aandeelhouder heeft zijn eigen rechten. Wij moeten erop letten dat dat niet gebeurt. Daarom gaf ik al eerder aan dat wij moeten blijven monitoren. Het IMF ontwikkelt op dit moment een gedragscode voor dit soort instellingen. Instellingen die zich niet aan die gedragscode houden, stellen zich als het ware buiten de internationale gemeenschap. Mocht het in feite gebeuren, dan kan de internationale gemeenschap daartegen via wetgeving optreden. De Amerikanen hebben al zoiets; zij hebben een soort comité dat toetst of investeringen onder meer door dit soort fondsen in overeenstemming zijn met het Amerikaanse belang. Met dat laatste moet je overigens voorzichtig zijn, want als je dit soort toetsing te vroeg binnenhaalt, haal je tevens heel vroeg protectionistische toetsing binnen.

De heer **Van Dijk** (PVV): Ik lees in de stukken dat de Fed al vanaf 2002 wist dat er subprime hypotheek en onvolwaardig schuld papier in omloop waren, maar daarop niet heeft gereageerd. Een ander verwijt is dat de Fed na de internetbubbel van 2000 veel te lang de rente laag heeft gehouden, waardoor het fenomeen van lage rente en oneigenlijke hypotheekverstrekking veel te lang is doorgegaan. Hoe ziet u de rol van de Fed? Was er sprake van verwijtbaar gedrag en is de onafhankelijkheid van de Fed als toezichthouder in het geding geweest?

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Helaas zijn wij geen toezichthouder op de Fed, dus mijn opvattingen zijn van beperkte betekenis. Mijn privéopvatting is dat de monetaire autoriteiten – laat ik het breder zeggen en niet alle pijlen op de Fed richten – een relatief ruim monetair beleid hebben gevoerd. Dat kan bijgedragen hebben aan de lage rente en aan het onderschatten van risico's. Mensen hebben daardoor te gemakkelijk geleend en het rendement op hun beleggingen werd te laag. Zij gingen daardoor riskantere dingen doen om dat rendement op te trekken. Monetaire autoriteiten moeten zichzelf niet op voorhand vrijpleiten. Wel was het voor monetaire autoriteiten moeilijk om de situatie te beoordelen, omdat door met name de globalisering de inflatie laag was. Dan is het moeilijk om een verkrappend monetair beleid te verdedigen. De enorm ruime liquiditeit in de wereld is volgens mij toch niet zozeer het gevolg geweest van hetgeen monetaire autoriteiten hebben gedaan, maar is veel meer ontstaan door de vernieuwingen die in het systeem hebben plaatsgevonden. Door de innovaties zijn allerlei zaken liquide gemaakt die je vroeger niet liquide kon maken. Daar zat je op; het was een stuk bezit. Je moest erop blijven zitten tot het einde der dagen. Dat bezit kun je nu verzilveren, of een stukje ervan. Door de innovatie is er een meer liquide omgeving ontstaan. De vraag over het toezichthouderschap vind ik een lastige. Zij zouden eens goed naar die hele hypotheekmarkt in de VS moeten kijken – dit zeg ik heel beleefd, en dan weet u wat ik bedoel –, de problemen daarvan zijn van oude datum en duren al heel lang. De Fed heeft dit inderdaad eerder signaleerd. Een groot deel van de activiteiten in de VS vinden plaats in de niet-gereguleerde sector, dus die vallen niet onder het toezicht van de Fed. Ik heb gehoord van mijn collega's dat men zich in de VS nu de vraag stelt of er geen eisen moeten worden gesteld aan dat niet-gereguleerde deel van de hypotheekmarkt, bijvoorbeeld in de sfeer van transparan-

tie, administratie en informatie. Er zijn hypotheek gegeven waar geen enkele documentatie van te vinden is en aan mensen die geen enkel inkomen hadden. In die zin zijn er allerlei afschuwelijke dingen gebeurd. Laat ik het niet alleen op de Fed betrekken: het systeem heeft onvoldoende toezicht gehouden op dit onderdeel van de Amerikaanse financiële sector. Eigenlijk heeft niemand zich gerealiseerd dat zo'n klein segment van het totale financiële systeem zo'n uitwaaiingseffect over de hele wereld zou kunnen hebben. In april vorig jaar, ruim voor de crisis, was er in Noordwijk een vergadering van het Basels Comité. In de context van die vergadering heb ik aan mijn Amerikaanse collega gevraagd hoe dat nou zat, want die subprime sector zat al enige tijd in de problemen. De reactie van mijn Amerikaanse collega was dat het wel vervelend was, maar dat het maar klein onderdeel van de hypotheekmarkt was en dat de hypotheekmarkt weer een klein onderdeel van de totale markt was. In het FSF was er al in 2003 aandacht voor gevraagd, maar er waren geen statistieken van. De Amerikanen wisten dus niet in welke mate deze slechte producten vermengd waren met andere producten en overgedragen waren aan andere partijen in de markt. Zij wisten niet of het binnen het bancaire sector bleef of dat het ook naar de verzekeringssector en andere sectoren in de wereld en naar andere landen ging. Van deze risico-overdracht is steeds gezegd dat het een goede vernieuwing was, want de risico's van een bank zouden in de wereld gespreid worden. Wel hebben zij er altijd aan toegevoegd dat zij niet wisten waar de risico's zouden neerslaan. Vaak slaan die neer bij de grootste sukkel, namelijk degenen die onvoldoende risicomanagement hebben.

De heer **Weekers** (VVD): Er is een aantal risico's in pakketjes verpakt. Een aantal daarvan heeft een sticker gekregen van een credit rating agency, waaronder triple-A-stickers. Sommigen daarvan zijn binnen een dag afgewaardeerd naar drie keer C. Wie moet je daarvoor verantwoordelijk houden? Het kan toch niet zo zijn dat de sukkel uiteindelijk met het verlies blijven zitten? Dat verlies moet toch worden neergelegd bij degenen die het hebben veroorzaakt of bij diegenen die het hadden kunnen voorzien?

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): De rating agencies hebben niet geweten wat veel mensen denken dat zij geweten hebben. De rating agencies hebben geweten van kredietrisico's, default risico's, niet van marktrisico's, dus niet van de consequenties van een opdrogende markt. Ik denk dat het doorheen genomen gewoon in hun documentatie gestaan heeft. De investeerder die op zo'n rating is ingegaan, kan in veel gevallen geweten hebben dat het niet de totale rating betrof. De vraag is natuurlijk of de informatie altijd adequaat is geweest. Een van de zaken waarover de rating agencies nadenken, is of die informatie niet duidelijker en breder moet zijn en naarmate het product ingewikkelder wordt, niet aan hogere eisen moet voldoen. Raten is niet zo eenvoudig; er zijn producten die op de markt verhandeld worden, er zijn producten die niet op de markt verhandeld worden maar waar vergelijkbare producten voor bestaan en er zijn producten die helemaal niet verhandeld worden en misschien ook nooit verhandeld zullen worden. De innovatie heeft ertoe

geleid dat al dit soort producten zich heeft ontwikkeld. Als er vraag naar een bepaald product was, zonder dat er meteen een markt voor was, heeft iemand daarvoor een prijs moet vaststellen. Als de prijs vastgesteld moet worden op grond van het feit dat er een markt voor is, is het eenvoudig. Als het een vergelijkbaar product is, wordt het al riskanter en als er geen markt is voor een product, moet je die prijs op basis van modellen vaststellen. De modelveronderstellingen zijn voor een deel arbitrair en de modellen zijn zelf ook niet volmaakt. Een van de zaken waarmee wij bezig zijn, is om massief in te zetten op de verbetering van die modellen. Dat heeft een hoge prioriteit, ook bij de rating agencies. Als je met intransparante producten wordt geconfronteerd, wees dan voorzichtig; dat zeg ik vanuit mijn toezichthoudersinstinct. Voor een deel hangt het samen met de algemene opmerking dat de innovatie in een zo snel tempo plaatsvond dat instrumenten om bijvoorbeeld te waarderen, qua kwaliteit achterliepen bij wat op dat moment noodzakelijk was.

Mevrouw **Blanksma-van den Heuvel** (CDA): Hoe kunt u als prudentieel toezichthouder goed beoordelen hoe de solvabiliteit van een bank is wanneer het zo'n ondoorzichtig product is? Hoe kunt u dan uw taak als prudentieel toezichthouder uitoefenen?

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Als prudentieel toezichthouder probeert De Nederlandsche Bank de kapitaalpositie van een bank zo hoog te houden dat de bank een stootje kan hebben. Je ziet dit nu ook gebeuren; er wordt massaal afgeschreven, in de kranten heeft gestaan welke bedragen het internationale bankwezen al voor zijn rekening heeft moeten nemen. Tegelijkertijd ziet u dat het bankwezen voldoende buffers heeft om de risico's op te vangen. Een aantal risico's kun je als toezichthouder niet inschatten, maar op grond van die risico's moet je voldoende gekapitaliseerd zijn. Het klopt; als wij dit eerder hadden geweten, hadden wij andere eisen gesteld in een eerdere fase. Voor verschillende partijen geldt: hadden wij het maar eerder geweten. Als toezichthouder hebben wij ons bij herhaling afgevraagd wat het zou betekenen als ineens de markten zouden opdrogen en er voor die producten geen prijs meer bepaald zou kunnen worden, terwijl wij gelijktijdig zeer recentelijk zijn overgestapt op marktwaardering. Wij waren dus niet geheel onschuldig. Voor het opdrogen van de markten hebben wij in Nederland een stresstest gehouden voor de crisis begon. Maar wij hebben ook discussies gehad met het internationale bankwezen, en dan zei men: maar dat gebeurt helemaal niet! Dit zijn extreme vormen van stresstesten op grond waarvan je iedereen alleen maar in de war brengt en op grond waarvan je tot regelgeving besluit die zo zwaar is dat je de hele innovatie in de financiële sector om zeep helpt. Het gaat steeds om het vinden van de balans. Nogmaals, in essentie hebben wij ons bij de voorbereiding van Basel II gerealiseerd dat wij hiermee iets moesten doen.

De heer **Tang** (PvdA): Ik vraag mij af hoe het met die balans zit. De heer Wellink maakt mij niet geruster door de mededeling dat er een markt is met daarbinnen een deelmarkt die de problemen veroorzaakt en dat men dit niet van tevoren wist. Er bestaat het voordeel van het spreiden van risico's, daar kun je het argument van efficiëntie achter zoeken, maar tegelijkertijd is er het

argument van instabiliteit. Dat argument van instabiliteit is onderschat. Is dat niet reden om iets anders tegen innovatie aan te kijken?

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Kijk, je moet het verstand van de mens niet stilzetten. Je moet dus innovatie niet stilzetten. Het is een reden om naar mogelijkheden te zoeken om deze processen onder controle te krijgen. Misschien moet je sommige zaken niet meer willen, maar dat gaat wel erg snel. In ieder geval moet je innovatie de ruimte geven om zich te voltrekken. De Nederlandsche Bank heeft in het feitelijke toezicht wel degelijk gereageerd op deze ontwikkelingen. De start van de problemen was dat banken in liquiditeitsproblemen kwamen doordat zij liquiditeitsgaranties hadden gegeven aan de "conduits", de vehikels. Zij hadden bepaalde zaken van hun balans gehaald, en die werden gefinancierd door die vehikels op de markt. Toen droogde de markt op, maar de banken waar die vehikels vandaan kwamen, hadden zich voor de beschikbaarheid van die middelen garant gesteld. In Nederland hebben wij vanaf het begin gezegd: je moet deze vehikels, wat betreft de liquiditeitsclaim die ze op de bank hebben, consolideren met de andere activiteiten van de bank. Anders dan de meeste banken in de wereld hebben onze banken vanaf het begin over hun hele bedrijf, over alle juridische entiteiten van hun bedrijf heen, over alle grenzen heen zicht gehad op de liquiditeitconsequenties van bepaalde ontwikkelingen rond van de balans gehaalde posten. Wij hebben dus wel wat gedaan. Maar je moet ook oppassen dat je je eigen bankwezen niet op een wijze behandelt waardoor de deur gesloten moet worden en de bank niet overleefd kan blijven in de concurrentiestrijd met anderen. Het is een delicate, moeilijke balans, maar ook discretionaire oordeelsvorming in zit.

De heer **Cramer** (ChristenUnie): Ik proef een analyse hoe de heer Wellink naar de markt kijkt. Het is alsof hij naar een voetbalwedstrijd kijkt en zegt: ik ben niet de scheidsrechter, ik fluit niet. Terwijl hij in zijn rol als toezichthouder misschien op het veld moet staan. Uit een aantal van zijn antwoorden blijkt dat hij vanuit De Nederlandsche Bank, en waarschijnlijk ook vanuit de ECB, wel degelijk bezig is om ervoor te zorgen dat het binnen de eurozone op een deugdelijke manier behandeld wordt.

De gebroeders Wright zijn zelf neergestort. Dat is vervelend, maar wij hebben er veel van geleerd. Het risico op dit moment is dat met de vehikels die meege-nomen worden, een vorm van innovatie plaatsvindt waarbij ook andere mensen neerstorten, die niet wisten wat de risico's waren. Het zijn allemaal nette woorden van de heer Wellink, en die waardeer ik, maar ik hoop dat achter gesloten deuren met veel herrie snel een deugdelijk risicomangement wordt opgezet. Want als je dit soort producten in de markt zet moet je er zicht op hebben. Je ziet momenteel wat voor geweldige risico's het voor de grote economieën kan hebben.

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Ik kan moeilijk beschuldigd worden van niet meefluiten; sommigen beschuldigen mij ervan dat ik te veel meefluit. Ik kan niet te specifiek worden in de toezichthouderssfeer als het gaat om individuele instellingen. Ik kan helaas ook niet te specifiek worden vanuit alle comités waar ik

in zit en die hun rapporten momenteel afronden. Ik heb het rapport genoemd dat aan de G7 moet worden overhandigd, dat kan ik hier niet uiteenzetten. Er zit een remmingen op mijn gedrag, maar ik ben dol op meefluiten. Dat blijkt wel uit het feit dat het Basels Comité midden in deze problematiek zit. Ik heb u niet lastiggevallen met technische details, maar wij zijn door alle onderdelen van het speelveld heen gegaan. Ik ben gisteren uit Londen teruggekomen van een overleg met een paar mensen van het Basels Comité en met de voorzitters en risk officers van de grootste financiële instellingen in de wereld. Een week daarvoor heb ik in de context van de Groep van Tien overleg gehad met dezelfde soorten mensen. De week daarvoor had ik een overleg in het FSF. Wij doen actief mee en wij laten onze stem horen, daar hoeft de heer Cramer zich geen zorgen over te maken.

Het voorbeeld over de gebroeders Wright die zijn neergestort vind ik aardig. De heer Cramer heeft gelijk, maar slechts voor een stukje. Dat vliegtuig had op een huis kunnen vallen, en daarmee kan de problematiek zich uitbreiden. Maar hij heeft gelijk dat het de verantwoordelijkheid is van alle betrokkenen – regelgevers, toezicht-houders en in eerste instantie de instellingen – te voorkomen dat onschuldigen worden getroffen door dit soort ontwikkelingen. Daarvan zijn wij ons ten volle bewust. Dan kom je in maatschappelijke spanningsvel-den. De innovatie is in een versnellingsproces terechtgekomen op een moment dat er vanuit de publieke sector, niet zijnde toezichthouders, een dringende wens was om regelgeving te veranderen en te versimpelen. Er was een dringende wens om minder statistieken op te vragen. Die wens begrijp ik, dat is goed voor de ontwikkeling van de sector. Maar het spanningsveld is duidelijk; aan de ene kant wil je de privésector de ruimte geven en aan de andere kant zit je met die toezichthouder die bij tijd en wijle graag toch wel wat meer zou willen ingrijpen.

De heer **Tang** (PvdA): Er is een verschil tussen de Fed en de ECB. Kunt u daar meer over zeggen? Kan het leiden tot de situatie dat de Fed verdergaat met het verlagen van rente, de ECB de rente niet laat dalen en vervolgens de dollar gaat glijden? Is dat een risico dat ons bedreigt?

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): In de afgelopen periode is er meer samenwerking geweest tussen de ECB en de Fed dan al die jaren dat ik in dit vak zit, ook meer samenwerking dan na 9/11. Wij hebben duidelijk de liquiditeitsvoorziening aan de banken in de wereld gecoördineerd. De Fed heeft een nieuw instrument geïntroduceerd. De Fed heeft ook dollars ter beschikking gesteld via een swap-overeenkomst aan de Europese banken. Ik ben over dat aspect positief; er is meer samenwerking.

Wat betreft het bredere monetaire beleid heeft de Fed een ander mandaat en dat hangt voor een deel samen met een ander inzicht in hoe de economie werkt. De Fed heeft als mandaat niet alleen prijsstabiliteit, maar ook het handhaven van de groei op een zo hoog mogelijk niveau. De ECB heeft als eerste prioriteit de prijsstabiliteit. Als de prijsstabiliteit gegarandeerd is, komt men aan het handhaven van de groei toe. Wij hebben dat mandaat geformuleerd vanuit de gedachte dat prijsstabiliteit voor de langetermijnontwikkeling de beste groeieresultaten zal leveren. Onder normale omstandigheden levert het geen verschil van inzicht op tussen monetaire autoriteiten.

Onder extreme omstandigheden kunnen wij wel eens wat verschil van inzicht hebben.

Mevrouw **Blanksma-van den Heuvel** (CDA): Vanochtend hebben wij met de financiële sector gesproken. Zowel banken als pensioenfondsen zijn aan de orde geweest. Vanmiddag zoemen wij vooral in op de bankwereld. Ik hoor graag uw visie op de pensioen-sector; ook die gaat niet helemaal langs de kredietcrisis heen en speelt daarin een rol. Hoe kijkt u als prudentieel toezichthouder naar die sector wat betreft de directe en indirecte effecten?

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): De directe exposure van de pensioenfondsen in de subprime sfeer is betrekkelijk beperkt. De pensioenfondsen zullen zeker indirect last van deze zaken kunnen krijgen, afhankelijk van wat er op de beurzen en met de rente gebeurt. Als uit de ontwikkelingen een verlaging van de rentestand zou voortvloeien, heeft dat een negatieve invloed op de dekkingsgraad. Hetzelfde geldt voor de beurzen wanneer die verzwakken. Wij hebben ernaar gekeken. De ontwikkelingen in maart hebben de "overall"-dekkingsgraad van de pensioenfondsen duidelijk naar beneden gebracht. Ik geef geen concreet cijfer, want de koers is morgen anders en overmorgen weer anders. Maar het heeft een duidelijke impact. Wij hebben gisteren hierover intern gesproken. Voor ons is de les dat de pensioenfondsen die in het verleden aan de zwakke kant qua dekkingsgraad zaten, onder de huidige omstandigheden extra aandacht van ons moeten krijgen. Bij de pensioenfondsen hoeft niemand zich daarover zorgen te maken of verrast te zijn, het is de normale reactie van de toezichthouder.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Ik begrijp dat u zich zorgen maakt over de effecten van de Amerikaanse economische situatie. U hebt eerder aangegeven dat er maatregelen genomen moeten worden. Hoe kijkt u naar de minitop tussen de leiders van Engeland, Duitsland en Frankrijk? Welke maatregelen zouden er naar uw mening genomen moeten worden?

De heer Ruding heeft het over transparantie en het gebrek daaraan. Ik zou graag de voor- en nadelen van de heer Wellink horen.

De **voorzitter**: Een vraag, mevrouw Koşer Kaya, dus het commentaar op de minitop! De heer Ruding komt nog aan het woord!

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Die top was zo mini dat ik er niet bij was, maar ik wil toch een antwoord geven. Mijn mening weegt hier helemaal niet en is irrelevant, maar op zichzelf bezien houd ik niet van groter naar kleiner naar mini, omdat wij op dit moment in een heel goed en breed gesprek met de belangrijkste betrokkenen zitten. Het lijkt mij verstandiger dat wij dat gesprek afronden in plaats van dat wij weer initiatieven van andere groepen krijgen.

De heer **Weekers** (VVD): U hebt in uw inleiding aangegeven dat de ECB grootschalige operaties heeft ingezet. In een van de stukken las ik dat dit wordt vergeleken met symptoombestrijding van een kredietballon die leegloopt en die er nu een klein beetje lucht

bij krijgt, maar dat daarmee het probleem als zodanig niet over is. Kunt u daar commentaar op leveren?

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): Ik zou nooit in een ballon willen zitten, dat zeg ik bij voorbaat. Maar stel dat er een gat in die ballon zit en je zit op 1000 meter hoogte, dan zou ik zeer dankbaar zijn voor alle instrumenten die ingezet worden om die ballon voorlopig voldoende lucht te geven. Ik denk dat je niet te minachtend moet doen over wat de centrale banken gedaan hebben. Wij hebben ervoor gezorgd dat met name de korte markt gewoon bleef functioneren. Dat is buitengewoon wezenlijk geweest en heeft belangrijk bijgedragen aan het herstel van vertrouwen. Met name het vertrouwen tussen partijen in die markt had schade opgelopen. In essentie hebben de centrale banken dat heel korte deel van de markt in december gewoon overgenomen. Wij hebben onbeperkte bedragen aan het bankwezen ter beschikking gesteld. Dat is uniek, ik had jaren geleden nooit verwacht dat wij dit nog eens zouden doen.

Stel: je hebt dit gedaan, de ballon blijft in de lucht en de omstandigheden worden rustiger. De fundamentele problemen zijn daarmee niet opgelost. Die problemen worden geadresseerd; het zijn waarderingvraagstukken, transparantievraagstukken, risicomangement-vraagstukken, betere stresstesten, enzovoort. Maar onderwijl moet de ballon wel in de lucht blijven.

De heer **Van Dijk** (PVV): Ik heb nog niet zoveel gehoord over de positie van de dollar. Wij spreken nu over de kredietcrisis, wat voornamelijk een vertrouwenscrisis is tussen de buitenlandse professionele beleggers, die kijken naar Amerika. Maar ook het vertrouwen in de dollar neemt in de wereld af. Betekent dat een recessie voor Amerika?

De heer **Wellink** (De Nederlandsche Bank): U zult gemiddeld niet veel over de dollar horen. Niet omdat het niet op de agenda staat, maar vanwege het feit dat centrale banken weinig over wisselkoersen zeggen. Je moet oppassen om naar een bilaterale dollarkoers te kijken, want daar spelen aspecten als het gewicht van landen; die dollarkoers moet gewogen worden naar handelsstromen. Er speelt ook het aspect van een verschillen in inflatie. Je moet naar de reële koers kijken. Dan kun je constateren dat die ontwikkeling veel minder buitenissig is dan die lijkt als je naar dat ene simpele euro/dollarcijfertje kijkt. Amerika heeft jarenlang een heel groot tekort op de lopende rekening gehad. Een aanpassing van deze situatie en van het tekort vindt voor een deel plaats via de wisselkoers.

De **voorzitter**: Het woord is ten slotte aan de heer Cramer die mij verbaasd aankijkt. Als hij geen vraag heeft...

De heer **Cramer** (ChristenUnie): Neen, voorzitter, die heb ik niet. Het is buitengewoon helder en ik dacht dat wij maar een ronde hadden. Dus!

De **voorzitter**: Dan dank ik de heer Wellink van harte voor zijn toelichting en hebben wij nu een korte pauze.

Pauze.

Wetenschappers en financieel journalisten

De **voorzitter**: Ik nodig voor de laatste ronde de wetenschappers en financieel journalisten uit om plaats te nemen en verzoek hen om in een paar minuten hun belangrijkste gezichtspunten weer te geven. De meesten van u hebben een stuk uitgedeeld, maar het gesprek is voor de toehoorders niet te volgen als zij dat stuk niet hebben gelezen. Misschien wilt u ook zo vriendelijk zijn uw functie toe te lichten.

De heer **Ruding** (BNG): Voorzitter. Ik ben vier jaar geleden met pensioen gegaan bij Citibank – dit in tegenstelling tot wat ik her en daar in de krant lees – en mijn huidige bancaire verantwoordelijkheid is die van president-commissaris van de Bank Nederlandse Gemeenten (BNG), die gelukkig niets met deze problematiek te maken heeft. Verder heb ik diverse andere activiteiten, in Nederland en voornamelijk daarbuiten. Ik verwijs naar mijn schriftelijke inbreng. Het karakter van de kredietcrisis lijkt het meest op de crisis van 1998 bij het long-term capital management (LTCM) in Amerika. Dat was meer een Amerikaanse en minder een Europese problematiek. De crisis heeft niet te maken met de beurskrach van 1987 of met de it-bubble van 2000/2001. Afgelopen zomer zaten de problemen vooral bij de financiële instellingen, maar niet op de aandelenbeurzen. Het ging, zoals de heer Wellink aangaf, om illiquiditeit, ook bij eersteklas financiële instellingen. Een kredietcrisis dus. Het is daarna uitgebreid naar de huidige situatie. Het is een soort olievlekeffect, niet alleen naar banken maar ook naar aandelenmarkten, enigszins naar het bedrijfsleven en misschien later naar de consumenten. Het is dus breder geworden.

De vraag is of wij het nu hebben gehad met al die vervelende effecten of dat er nog meer ellende komt. Wat de banken betreft, is niet alle ellende nieuw, maar die wordt nu gerapporteerd over het afgelopen jaar. Veel banken publiceren geen kwartaalcijfers, vooral de middelgrote banken in de wereld niet. Van die banken weten wij nog niet veel. In februari komen de jaaroverzichten. Veel afboekingen en verliezen zullen nog bekend worden. Deze cijfers moeten worden goedgekeurd door de externe accountants. Welke normen zij aanleggen moet nog blijken, maar die normen zullen redelijk streng zijn. Het is mogelijk dat een aantal waarderingen lager is dan banken zelf, ook grotere, eerder hebben aangegeven. Ook dat zijn geen nieuwe problemen, maar het is wel een nieuwe dimensie, zeker in de perceptie en additioneel de publiciteit.

Een probleem vormen de andere bancaire producten, met name de consumentenkredieten in Amerika. Wij kennen die gelukkig niet in deze vorm. Ook de schulden van creditcards vormen een groot probleem; het gaat om immense bedragen. Afboekingen bij de Amerikaanse banken zullen nodig zijn, onder andere omdat veel consumenten met lagere huizenprijzen en andere problemen minder goed in staat zijn terug te betalen. Dat is een uitbreiding, dat is niet prettig.

Ik maak me echt zorgen over de recente problematiek van de monoliners. Dit punt is al eerder behandeld. Het betreft een zeer gespecialiseerde groep, die al lang bestaat en heel wel bekend is. Het is een Amerikaans fenomeen maar het heeft een wereldwijd effect, omdat zij triple-A-kwaliteit garanderen van een enorme hoeveelheid obligaties, waarvoor zij die garantie hebben

verschafft. Die situatie is verzwakt, ik verwijs naar de opmerkingen van de heer Wellink. Als zij een enorme downgrading zouden vertonen op hun eigen credit rating, heeft dat een effect op al die obligaties en op iedereen in de wereld die de op zich normale obligaties van gemeenten en dergelijke aanhouden. De remedie is hopelijk aan de gang. Met name het kapitaal van deze monoliners wordt verhoogd om hen in staat te stellen die triple-A rating te behouden. Het is maar een kleine sector, maar het heeft een groot potentieel effect en tevens een inktvlekwerking. Voor het industriële bedrijfsleven zijn er nog geen nadelige gevolgen, maar die kunnen geleidelijk ontstaan doordat bankkrediet minder gemakkelijk wordt verstrekt.

Als maatregel stel ik niet voor om enorme bakken begrotingsgeld uit te delen aan iedereen in de samenleving. Nog afgezien van andere bezwaren raakt dat niet de kern van de problematiek. Het hart van problematiek zit primair bij de banken zelf, en dat is vervelend om te zeggen als je zelf lang in de bancaire sector hebt gewerkt. Het is hun verantwoordelijkheid, de verliezen zijn daar geleden, ook door hun aandeelhouders, en niet door de belastingbetaler. Het riskmanagement is uit de hand gelopen. Er is een betere interne controle nodig van de risico's. Die zijn wel bekend, maar dikwijls zijn niet de onderlinge verbondenheid van risico's en de omvang bekend. Dat is allereerst een taak en verantwoordelijkheid van het management, niet van anderen buiten het bankwezen. Een andere maatregel is dat er meer disclosure (transparantie), informatie en publicatie moet komen inzake de balansen van banken: de activa, vorderingen, beleggingen et cetera. De off-balance-sheet activa zijn zeer omvangrijk. Weliswaar zijn die door de banken niet gegarandeerd, maar al gauw ziet men de ontwikkeling dat de banken die op hun balans opnemen. Dan ontstaat bij banken ineens een balansverlenging en gaan de kapitaalratio's omlaag. Dat is een ernstige zaak, dat hebben wij gezien. Ik wil dat niet verbieden, maar ik denk dat er meer disclosure nodig is. Als een bank geconsolideerde balansen publiceert, zitten daar een heleboel dingen in, ook gegarandeerde leningen. Deze zaken staan echter niet op de balans, en hoeven er ook niet op te staan. Je moet wel banken verplichten om in een kolom de omvang van de off-balance-sheet te vermelden. Dan kun je kijken wat je daarvan vindt. Dan weet je het in elk geval. Het moet niet half op regel 72 van bladzijde 118 staan. Een meer uniforme wijze van waardering, afwaardering van activa en vorderingen door banken is gewenst, maar daarvoor zijn wel de externe accountants nodig.

De kritiek op het beloningssysteem is al oud en die heb ik zelf ook al jaren gehad. Handelaren en ander volk mag je best hoge bonussen geven, maar geen cash bonussen, want dan kunnen zij vrijelijk hun gang gaan. Geef ze niet een bedrag in handen, maar betaal het over drie jaar uit en zie in de tussentijd wat er voor ellende ontstaat of niet. Of geef ze "restricted shares", waar je de eerste drie of vijf jaar niet aan mag komen. Dat werkt heel goed op hun gedrag, het zijn ook maar mensen. Daartoe moeten de banken gezamenlijk besluiten. Daarvoor heb je geen overheden nodig, maar het moet wel gebeuren. Dat is een kwestie van zelfdiscipline.

De regels voor verslaggeving voor de externe accountants moeten misschien worden aangescherpt. Ten eerste zijn uniforme normen nodig voor de waardering en afwaardering van activa, die mark to market, maar dat is

reuze moeilijk als er geen markt is. Het is wat de gek ervoor geeft. Wellicht moet men ook strenger worden, "conservatiever" is in dit verband een mooier woord. Er is al gesproken over de credit rating agencies. Die hebben inderdaad te gemakkelijk een triple-A-status gegeven aan enorme bedragen van die "structured" obligaties. Dit was al eerder gesignaleerd; het is niet allemaal nieuw maar er wordt te weinig naar geluisterd. De remedie is het splitsen van activiteiten bij credit rating agencies tussen hun eigenlijke functie, namelijk het raten van papier, en hun commerciële adviesactiviteiten. Dat is een beetje langs de lijn zoals al is gebeurd bij de grote accountantskantoren. Daarmee wordt de kans verkleind dat zij omzet willen maken. Zij moeten ook meer aandacht besteden aan markt- en liquiditeitsrisico's. Dat is te doen.

Ik heb al lang vóór de huidige problematiek gewezen op de gevaren van de scheiding van enerzijds het macro-economische toezicht – het monetaire beleid, het liquiditeitsbeleid van het bankwezen, geldmarkt-interventies, rentebeleid – dat bij de centrale banken zit en dat is uitstekend en anderzijds de micro-economische prudentiële controle van individuele banken. Dat dit gevaarlijk is, is nu gebleken; gelukkig niet in Nederland, want wij hebben die zaken hier niet gesplitst, maar wel in Duitsland en Engeland. Daar hebben zij die zaken gesplitst en zitten zij nu op de blaren. In Duitsland kunnen de toezichthouder BaFin en de Bundesbank überhaupt niet door één deur; die wisselen geen gegevens uit. In Engeland geldt voor de Bank of England en de FSA hetzelfde. Zij hebben niet voldoende snel gereageerd, in een aantal gevallen met bijna "dodelijke" afloop. Het is met belastinggeld opgelost, maar dat is natuurlijk geen gewenste situatie. Dat probleem hebben wij niet in Nederland. Ik erken dat het een binnenlands probleem is in bepaalde landen, maar het draagt wel bij aan de slechte sfeer internationaal.

Ik houd al jarenlang een pleidooi voor een zwaardere internationale coördinatie van de toezichthouders, wie dat ook zijn, met name in Europa. Er is een toegenomen coördinatie, maar naar mijn mening zal dat uiteindelijk moeten leiden tot één bancaire toezichthouder, prudential control, in de Europese Unie. Wij hebben al een Europese Centrale Bank, en een soortgelijke ontwikkeling in het banktoezicht is wenselijk. Of die toezichthouder dan de Europese Centrale Bank is of een ander orgaan, is belangrijk, maar dat is vers twee. Dat lukt niet op de korte termijn en het is de niet de kern van de huidige crisis, maar ik wil dat punt toch benadrukken.

Liquiditeitsteun van de centrale banken is dikwijls nodig, maar moet niet te gemakkelijk worden gemaakt voor de ontvangende partijen; dus tegen hogere strafrentes. Ik maak mij zeer veel zorgen over de "moral hazard"-risico's. Die waren er de afgelopen zomer ook wel enigszins. Die risico's moeten wij goed in de gaten houden. Het is een gemengd beeld; je zult op veel terreinen geleidelijk maatregelen moeten nemen om herhaling te voorkomen.

De heer **Middelkoop** (financieel journalist): Ik feliciteer de Kamercommissie met het feit dat we hier bijeen zijn om te praten over de kredietcrisis, want veel belangrijke informatie over deze kredietcrisis blijft vaak bij insiders hangen. Veel van wat van belang is verschijnt niet in Nederlandstalige media, omdat partijen die er belang bij hebben om dit systeem zo goed mogelijk draaiende te

houden, zoals de DNB, er alle belang bij hebben om zo min mogelijk details naar voren te laten komen. Daarom is het zeer belangrijk dat op een hoorzitting als deze meer bekend wordt gemaakt.

Ik heb vandaag veel interessante opmerkingen gehoord, maar er wordt vooral gefocust op excessen en details, of dit nu monoliners zijn of conduits, ik hoor veel termen voorbijkomen. In mijn boek dat in september jongstleden verscheen, toen de kredietcrisis uitbrak, heb ik de volgende zin geschreven: Geschiedkundigen zullen over honderd jaar terugkijken op deze periode en dan met verbazing constateren wat voor financieel-economisch systeem wij in de westerse wereld hebben gecreëerd. Niet alleen in de westerse wereld; ook in Japan en China wordt op grote schaal geld uit het niets gecreëerd. Aan dat geld hebben wij onze rijkdom en welvaart te danken, maar het heeft ook geleid tot de grootste schuldenberg ooit. Wij maken nu het begin mee van de grote leegloop van de internationale schuldenluchtballon, de grootste financiële luchtbel ooit. Het klappen van de technologie-bubbel eind jaren '90, begin 2000 was eigenlijk een eerste fase, daarna is met een soort noodoperatie door centrale bankiers de schadelijke effecten daarvan voor onze welvaart opgevangen door de rente extreem te verlagen: Japan 0%, Amerika 1% en onze eigen ECB liet de rente dalen tot 2%. Daarmee stop je als het ware financiële doping in het systeem; niet een klein beetje maar de meest zware doping die je kunt vinden. Dan gaat dat systeem heel goed draaien en dat hebben wij de afgelopen jaren gezien. Kenneth Rogoff, oud-hoofdeconoom van het IMF, heeft het ooit als volgt getypeerd: dit is het beste economische herstel dat je met geld kunt kopen. Wij hebben geld uit het niets gecreëerd en daarmee de economie mooi laten draaien. Maar wij moeten niet de indruk wekken dat wij een mooie manier hebben gevonden om de welvaart en de economie continu te kunnen stimuleren. Ik ben bang dat wij het begin meemaken van het leeglopen van de grootste kredietbel ooit. Als de minister van Financiën, Wouter Bos, in de Tweede Kamer de economie zou willen stimuleren en zou voorstellen om in één jaar grote infrastructurele projecten te realiseren ter waarde van 45 mld. en hij zou daarvoor 45 mld. aan nieuw geld creëren, zou iedereen over hem heen vallen. In de Nederlandse hypotheekmarkt wordt jaarlijks 45 mld. aan nieuw geld door de banken gecreëerd en in de vorm van nieuwe hypotheekleningen verstrekt. Dat waren de cijfers van de afgelopen jaren. Het is niet vreemd dat je met zoveel nieuw geld de huizenprijzen laat stijgen en een kunstmatige welvaart creëert.

Waar staan wij nu? Voor het beantwoorden van die vraag citeer ik graag mensen die er veel meer verstand van hebben dan ik. George Soros, bij de meesten wel bekend, schreef vorige week maandag een geweldig artikel in de Financial Times, een klassieker. Hij verhaalt hoe Amerika eigenlijk sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog een systeem heeft gecreëerd met de dollar als financieel anker, waardoor Amerika een enorme voorsprong heeft kunnen behalen. Hij beschrijft dat het systeem op zijn einde begint te lopen en dat de Fed nog maar een paar kogels heeft in de vorm van renteverlagingen. Drie ervan zijn reeds verbruikt. Hij beschrijft dat er niet veel kogels meer over zijn, omdat de Fed de rente niet te ver kan verlagen, bijvoorbeeld tot 1% zoals in 2003-2004, omdat daarmee de dollar definitief de genadeklap zou kunnen krijgen. De dollar zit op een

cruciaal niveau. Als de Amerikaanse rente te ver wegzakt, zou de stemming wel eens kunnen omslaan in een dollarpaniek. Volgens Soros maken wij de ergste financiële crisis mee sinds zestig jaar en staat de Fed op het punt de controle over dit systeem te verliezen. Bill Gross is de grote baas van het Amerikaanse PIMCO; de grootste obligatiebelegger ter wereld. Hij schrijft elke maand een commentaar. In zijn laatste commentaar schreef hij dat wij nu de ineenstorting meemaken van het "shadow banking system". Hij is niet een of andere onheilsvoorspeller, hij is iemand die er alle belang bij heeft dat alle rust in het systeem bewaard blijft. Als hij spreekt over de "collaps of the shadow banking system", moet je daar serieus notie van nemen. De afgelopen jaren hebben de financiële partijen een soort schaduw-systeem gecreëerd met derivaten, financieel afgeleide producten. Daarin kon winst tevoorschijn worden getoverd en verlies worden verborgen. Dat noemt men het shadow banking system. Alle problemen van de kredietcrisis spelen zich in die wereld af. Volgens Bill Gross is die wereld ingestort en dat is extreem zorgelijk. Eerder vandaag was er de vraag hoeveel risico wij in Nederland lopen aan directe schade. De cijfers kwamen toen niet ter tafel. Ik noem in het kort de cijfers die bij mij bekend zijn: Aegon heeft een portefeuille van 27 mld. aan gestructureerde producten, derivaten), de producten waar nu de problemen mee zijn. ABP heeft al sinds jaar en dag een portefeuille; meer dan 5% van de Nederlandse pensioenpremie is belegd in mortgage-backed securities, dat zijn hypotheekproducten die worden gedekt met Amerikaanse hypotheekleningen. Zo zijn er nog wel meer voorbeelden van grote posities in Nederland. Centrale bankiers hebben veel macht gekregen in ons systeem. Zij vergaderen regelmatig in Bazel bij de BIS, de moeder der centrale banken, en accepteren daar geen enkele vorm van controle. Volgens mijn informatie zijn de ministers van Financiën niet welkom in die vergaderingen. Ooit is die situatie zo door de centrale bankiers gecreëerd, misschien met een goede reden, want de centrale bankiers vertrouwden de politici niet. Politici wilden nog wel eens te veel geld creëren en uitgeven en moesten in de hand gehouden worden. Inmiddels hebben wij het punt bereikt dat politici nooit meer geld kunnen creëren dan centrale bankiers nu doen en wordt het tijd dat politici bankiers weer eens gaan controleren.

De heer **De Kort** (beleggingsanalist): Ik ben beleggingsanalist en beurscommentator. Wij spreken al driekwart dag over de kredietcrisis. Dat lijkt een gepasseerd station, want iedereen spreekt over de vraag hoe het nu verder moet. Mijn vragen zouden zijn hoe wij hier zijn gekomen en wat er op de korte termijn zal gebeuren. Er wordt een beetje de indruk gewekt dat de kredietcrisis al besproken is en dat er een nieuwe structuur moet worden opgetuigd, zodat het niet nog eens zal gebeuren. Maar voorlopig zitten wij in een soort Griekse tragedie; wij hebben de epiloog gehad, namelijk de bewustwording dat er iets mis is. Wij zitten nu in de eerste akte, de eerste verliezen worden genomen. Mijn stelling is dat het nog serieus erger gaat worden. Dat heeft te maken met de oorzaak van de problemen: de interactie tussen de financiële wereld en economische wereld. De oorzaak van het probleem zijn de betalingsachterstanden, met name in de VS. Veel meer is het niet. In Amerika zijn allerlei zaken gekocht die op krediet zijn betaald. De heer Wellink heeft uitgelegd dat die kredieten zijn gebundeld

en weer zijn doorverkocht, en op dit moment is het betalingsgedrag van de Amerikanen verslechterd. Dat heeft grote invloed op de prijs van al die producten die daarop gebaseerd zijn. Als je een jaar geleden had voorspeld dat dit zou gaan gebeuren, was je afgevoerd en in een inrichting terechtgekomen. Een jaar geleden had niemand durven denken dat wij in deze situatie terecht zouden komen. Zo snel is het gegaan, omdat een paar miljoen Amerikanen iets slechter van betalen zijn geworden.

De volgende vraag is of de Amerikanen binnenkort beter zullen gaan betalen – dan is het probleem voorbij – of dat ze nog slechter gaan betalen. Mijn stelling is dat de Amerikaanse economie binnenkort in een tamelijk diepe recessie terecht zal komen. Die is in volle gang. Daarmee zal het betalingsgedrag van de Amerikanen veel slechter worden en zullen de afboekingen op huizen, creditcards en autoleningen nog veel groter worden. De verliezen van iedereen in het financiële stelsel die die afgeleide producten heeft gekocht, zullen explosief toenemen, of wij dat nu leuk vinden of niet. Dat blijft niet zonder gevolgen. Men weet nog niet hoe het afloopt, de ontwikkelingen zijn in volle gang. Mogelijkerwijs zal er veel geld in banken gestoken moeten worden. De vorige werkgever van de heer Ruding, Citigroup, is op zijn knieën en met de pet in de hand naar China en Saudi-Arabië gegaan om te vragen of men de bank onder fantastische voorwaarden geld wil lenen. Dat hebben zij gedaan. Dat zal nog een paar keer gebeuren. Nogmaals, hoe het afloopt kun je nu niet zeggen, maar voordat je gaat nadenken over hoe het toezicht beter kan worden gestructureerd, kun je beter nadenken over de vraag hoe wij deze problemen gaan oplossen, want die zijn acuut en worden groter.

Er wordt veel over toezicht gesproken, maar wie heeft nu in essentie de problemen veroorzaakt? Dat zijn natuurlijk wij zelf. Wie koopt die spullen? Niemand wordt gedwongen om die spullen te kopen. Iedereen kan “nee” zeggen. Als een product wordt aangeboden in een prospectus van 300 pagina’s dik die met een hoge opleiding wiskunde nog niet te begrijpen is, kun je ook gewoon “nee” zeggen. Door de ongelimiteerde vraag naar die producten, zijn die producten er ook gekomen. Je hoeft de Amerikaanse commercie alleen maar een hand te geven en zij vullen die wel. Er is een ongelimiteerde vraag vanuit alle landen naar producten met een iets hogere opbrengst dan elders, en die producten worden geleverd. Als de Amerikanen stoppen met betalen, zitten wij met de problemen. Meer toezicht zal niet helpen, dat heeft geen enkele zin. Het toezicht was er. Maar de heer Greenspan van de Fed had als beleid: laat de markt zijn werk doen, geef de bedrijven de ruimte om creatief te zijn. Dat is gebeurd. Dat is een Griekse tragedie. Dat proces moet helemaal uitzieken. De economieën moeten door een bepaalde cyclus heen, en pas als de betalingsmoraal weer verbetert kun je nadenken over een andere structuur. Daarvoor heeft dat helemaal geen zin, want het proces loopt onafhankelijk door. De economie beïnvloedt de financiën en de financiën beïnvloeden de economie. De monoliners zijn genoemd als probleem, maar er is nog veel groter probleem, namelijk de credit default swaps, ook zo’n fijn creatief product dat de afgelopen jaren is ontwikkeld. Het is een verzekering op een lening waarvoor in veel gevallen geen dekking wordt aangehouden. Daarvan heb je nu nog geen last, want de meeste bedrijven betalen

gewoon wat ze moeten betalen. Maar als straks de faillissementen komen – wanneer mijn scenario wordt bewaarheid en er komt een recessie in de VS, zullen er ook faillissementen komen – gaan mensen trekken op die verzekeringen die zij hebben verkocht aan spelers die daarvoor geen dekking hoefden aan te houden. Die spelers gaan failliet en dan moet er weer een nieuw evenwicht ontstaan in de rechten en plichten van die mensen die failliet zijn gegaan. Het “near banking system” is een ongecontroleerde, ongestructureerde, creatieve optelsom van producten en bedrijven die lekker hun gang zijn gegaan. Het heeft een tijdje goed gewerkt, de welvaart in de wereld is mede door die activiteiten een paar jaar lang enorm toegenomen, maar nu is de wal het schip aan het keren. De huizenprijzen blijven dalen, de betalingsachterstanden nemen toe, net als de creditcardachterstanden. Dat speelt nu al en als de bedrijven failliet gaan, komen de credit default swaps en kunnen wij hier nog een keer bij elkaar komen om de consequenties daarvan te bespreken. Dat is het nog niet ontdekte geheim van 2008. Toezicht, gewoon niet over praten!

De heer **Eichholtz** (Universiteit van Maastricht): Voorzitter. Ik ben hoogleraar vastgoedfinanciering in Maastricht en ga een wat ander perspectief kiezen dan mijn collega’s. Ik zal meer over Nederland spreken dan over Amerika en de wereld. We zitten tenslotte in Nederland en het is de vraag hoe relevant al die monolines in Amerika voor ons zijn. Ik zal vooral spreken over de Nederlandse woning- en hypotheekmarkt, want dat waren in Amerika de triggers die het allemaal in gang hebben gezet.

De Nederlandse woningmarkt heeft tot 2001 dezelfde soort prijsstijgingen laten zien als tot recent in Amerika en heeft sindsdien een zachte landing gemaakt. Je kunt ook zeggen dat de Nederlandse woningmarkt de laatste tijd een harde stresstest met vlag en wimpel heeft doorstaan, want in de laatste twee jaar is de nominale hypotheekrente met 35% gestegen en is de reële hypotheekrente zelfs met 75%. Als de rente zo stijgt, verwacht je normaal gesproken dat de prijzen gaan dalen, maar dat is niet gebeurd. De prijzen stijgen jaar op jaar stabiel met ongeveer 4 à 5%, dus net iets boven de inflatie. Dat is dus echt een geweldige stresstest. Dat bij zulke renteverhogingen de markt zo stabiel blijft, geeft aan dat onze markt van nature heel stabiel is. Het geeft ook aan dat de markt zeer gespannen is; in Nederland wordt te weinig gebouwd. De woningproductie ligt structureel onder het niveau van de netto huishoudensgroei. Dat is een totaal andere situatie dan in Amerika, waar het aanbod van woningen feitelijk ongelimiteerd is. Als de woningprijs omhooggaat, moet dat wel tijdelijk zijn, want het aanbod zal zich aanpassen. Het Nederlandse aanbod past zich veel minder gemakkelijk aan en daarom kunnen prijsstijgingen veel meer langere duur zijn dan in Amerika. In die situatie komt voorlopig geen verandering. De geprognosticeerde bouwproductie over de komende tien, twintig jaar is te weinig vergeleken met de huishoudensvorming over de komende tien, twintig jaar. Dus de kans dat de Nederlandse woningprijzen hetzelfde zullen doen als in Amerika, is heel erg klein. Bovendien heeft Nederland geen subprime hypotheekmarkt. De mensen die in Amerika een subprime mortgage moeten nemen om een huis te kopen, hebben in Nederland een corporatiewoning en kopen geen huis.

Die corporatie gaat om met de betalingsachterstanden, en zoals bekend hebben de corporaties geld genoeg om die betalingsachterstanden te kunnen opvangen. Dankzij uw goede werken, hebben ze nu weliswaar iets minder geld, maar veel blijft het toch.

De credit spreads voor triple-A en triple-B et cetera, gaan omhoog, maar er is ook een vlucht naar kwaliteit, en de risicovrije rente daalt. De resultante van die twee is de hypotheekrente in Nederland. De hypotheekrente stijgt heel licht, je zou beter kunnen zeggen dat die eigenlijk stabiel is. Zelfs leningen met een NHG-garantie dalen licht, want die zijn momenteel heel aantrekkelijk voor de financiële sector. De Nederlandse hypotheekmarkt heeft de laatste jaren nieuwe toetreders gehad, onder andere niet-traditionele Nederlandse partijen zoals DSB, maar ook buitenlandse partijen zoals The Royal Bank of Scotland. Die hebben het nu moeilijk, want zij gebruiken de tweedehands hypotheekmarkt, de gesecuritiseerde hypotheekmarkt als hun financieringsbron. Die markt is opgedroogd. De traditionele hypotheekaanbieders zoals ABN AMRO en de RABO hebben nu een betere marktpositie, maar ik denk dat dit een tijdelijk effect is. Ik ben het met de heer Ruding eens dat deze crisis lijkt op de LTCM-crisis van 1998. Ook toen was er een extreem snelle stijging van de credit spreads op alle niveaus, van triple-A tot veel slechter. Maar die zijn daarna weer netjes naar beneden gekomen toen bleek dat het financiële systeem stabiel was en sterk genoeg was om dit allemaal te dragen. Ik denk dat dit ook nu weer zal gebeuren, mede vanwege het feit dat de pensioenfondsen en andere institutionele beleggers in obligaties moeten blijven beleggen; dat is nu eenmaal een strategisch onderdeel van hun beleggingsmix. Liefst beleggen zij in staatsobligaties, maar vanwege het Stabiliteits- en Groeipact zijn er niet zoveel Europese staatsobligaties meer en moeten zij beleggen in datgene wat daar het meest op lijkt. Dat zijn de gesecuritiseerde hypotheekleningen, en dan misschien niet subprime maar toch wel triple-A. Door dat krachtenveld zullen de credit spreads uiteindelijk wel weer naar beneden gaan. In Nederland is er veel minder securitisatie dan in Amerika. Die markt is in Nederland de laatste paar jaar ontstaan en zal doorgroeien. De les van de Verenigde Staten is volgens mij dat het belangenconflict tussen de bank die de securitisatie doet en de belegger die daarin belegt, en ook voor Nederland ook een probleem zou kunnen worden. Misschien is de oplossing dat de bank een positie houdt in dat papier, of misschien moet je iets in de bonusfeer doen. Verder is mijn verwachting voor Nederland heel positief.

De heer **Lakeman** (SOBI): Voorzitter. Ik ben voorzitter van de Stichting Onderzoek Bedrijfs Informatie (SOBI). SOBI is onafhankelijk en niet gelieerd aan een bepaalde groep en doet onderzoek naar diverse onderwerpen. De afgelopen zomer kwamen de problemen aan de orde, en aanvankelijk viel het accent nogal zwaar op de ratingbureaus. Die werden regelmatig aangeduid als instellingen die zo niet schuldig waren maar dan toch onderzocht moesten worden. De Europese Commissie heeft in augustus 2007 een onderzoek laten doen naar de rol van ratingbureaus. Naar aanleiding daarvan heb ik in september 2007 een brief naar de Europese Commissie gestuurd, waarin ik erop aandrong om de aandacht ook op andere zaken te richten, met name op de volgende vraag: in hoeverre hebben de Europese pensioenfond-

sen, waarvan de gelden geheel of gedeeltelijk door Amerikaanse banken of hun deelnemingen worden beheerd, schuldbekentenissen gekocht van speciale vehikels waarin subprime hypothecaire leningen zijn ondergebracht? Voor het onderzoek heb ik ook de volgende vraag aan de Europese Commissie gesuggereerd: hoe is de ontwikkeling sinds 1995 geweest van het aandeel van de Europese pensioenreserves dat door Amerikaanse banken of hun deelnemingen wordt beheerd? Een paar weken geleden heb ik antwoord gehad. Dat antwoord hield kortweg in dat hieraan aandacht zou worden besteed. Ik hoop dat dat ook gebeurt. De problematiek wordt nogal technisch gepresenteerd, maar de blijvende verliezen komen natuurlijk gedeeltelijk bij de Europese en vooral de Nederlandse pensioenfondsen terecht.

De oorzaak van deze kredietcrisis is in eerste instantie het feit dat banken in Amerika onethisch gedrag hebben vertoond bij de kredietverlening. Zij leenden bewust uit aan mensen die voor het eerst in hun leven een huis kochten en van wie grotendeels vaststond dat zij de rente en aflossing niet konden betalen. Toch werd er stevig krediet verleend. De Amerikaanse banken hebben een iets andere strategie dan de Nederlandse banken: er wordt niet op het inkomen gefinancierd, maar op de waarde van het onderpand, de zogeheten "neutron loans". Als het slecht gaat, gaat de bewoner maatschappelijk gezien dood, maar het onderpand blijft overeind. Amerikaanse banken hebben dit zeer breed uitgevoerd. Als dit op die schaal in Nederland zou gebeuren, zou de desbetreffende bankfunctionaris of lid van de raad van bestuur door De Nederlandsche Bank wellicht uit zijn functie worden ontheven wegens onethisch gedrag; De Nederlandsche Bank heeft niet alleen toezicht op de financiële gezondheid van de onder haar toezicht staande instellingen, maar ook op de ethiek van de bestuurders. Daarnaast hebben Amerikaanse banken nog een onfrisse praktijk uitgeoefend: zij hebben allerlei vehikels in het leven geroepen die secundaire schuldpapieren uitgaven. Dat waren in feite onvolwaardige vorderingen, die werden gemengd met andere, wel volwaardige vorderingen. Die werden door elkaar gehusseld, kregen allerlei interessante Engelse namen en werden verkocht aan niet-Amerikaanse banken en ook aan Nederlandse pensioenfondsen. Dat is een heel kwalijke zaak. De heer Wellink noemde dat heel voorzichtig "intransparantie van risicoposities"; banken wisten niet wat zij kochten. Het is dus gewoon misleiding geweest, want een bank die bewust een onvolwaardige vordering koopt, zal daar veel minder voor bieden. Het is dus onbewust gebeurd. De Europese banken en pensioenfondsen zijn misleid door het Amerikaanse bankwezen. Dat is tot mijn verbazing nog op geen enkele wijze juridisch aangekaart. Mijn standpunt is dat als een bedrijf een onjuiste jaarrekening publiceert, dat bedrijf primair verantwoordelijk is. De accountant die de jaarrekening goedkeurt, wordt daarvoor betaald en is slechts secundair verantwoordelijk. Zo zie ik het ook met de ratingbureaus: voor de onfrisse zaken zijn primair de Amerikaanse banken verantwoordelijk en secundair de Amerikaanse ratingbureaus. Aan de hand van het huidige financiële stelsel van de Amerikaanse banken kan men Amerika aanduiden als een "financial rock state". Amerikaanse banken hebben drie manieren om winst te maken: eerst halen zij provisie binnen middels hun dochters die bemiddelen, daarna verkopen zij de

vorderingen met winst door aan de vehikels, en daarna verdienen zij ook nog aan het beheer van de vehikels. Dat beheer is zo rendabel dat de goodwill van alleen al de beheermaatschappijen die deze vehikels beheren, voor miljarden dollars op de balansen van grote Amerikaanse banken staat. Daar wordt zeer stevig aan verdiend.

Over de Nederlandse situatie heb ik een aantal concrete adviezen. De Nederlandse wetgever heeft helaas gesteld dat de Nederlandse pensioenfondsen geen staten meer hoeven te publiceren waarin al hun activa en hun vorderingen minutieus zijn opgesteld. Althans, die staten zijn niet meer voor het publiek toegankelijk. Dat zou hersteld moeten worden. Wetenschappers, journalisten, Kamerleden en pensioentrekkers hebben het recht om de primaire eigendomsstaten van hun pensioenverzekeraar in te zien. Verder pleit ik voor een ander beheer van activa. De activa van de Nederlandse pensioenfondsen worden de laatste vijf à tien jaar in toenemende mate beheerd door dochters van Amerikaanse banken of gelieerde partijen. Dat is de kat op het spek binden, want wat is nu gemakkelijker voor een Amerikaanse merchant bank dan de zaken waar hij vanaf moet, snel door te stoten via zo'n pensioenbeheerder naar Nederlandse pensioenfondsen? Er moeten maatregelen worden genomen zodat dat niet meer mogelijk is. De belangen van Nederlands pensioenfondsen zouden uitsluitend in Nederlandse moeten worden beheerd. Verder moet worden gekeken naar de toetreding van nieuwe hypotheekleningverschaffers. In de krant heeft gestaan dat Leeman Brothers tot de conclusie was gekomen dat de Amerikaanse markt was verzadigd –op zich lijkt mij dat een heel goede conclusie – en is nu in Nederland actief. Het gevaar daarvan is dat ook in Nederland die "neutron loans"-mentaliteit gaat heersen. Daarmee ontstaat er een verzieking van het op hypothecair gebied moreel redelijk gezonde Nederlandse bankwezen. Als laatste maatregel stel ik voor om de securitisatie aan banden te leggen. Het is nog wel acceptabel dat banken hun hypothecaire leningen buiten de balans willen hebben en die ze te verkopen aan derden, maar niet acceptabel is dat die leningen met allerlei trucages tot een volkomen intransparante zooi gedegenereerd worden.

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): Voorzitter. Ik heb drie functies: hoofdeconoom van Robeco, directeur van IRIS (gemeenschappelijk onderzoeksbureau van Robeco en de Rabobank, met name voor retailklanten) en hoogleraar monetaire economie en financiële instellingen aan de Universiteit van Amsterdam. Met die pet op ben ik uitgenodigd, maar als u mij met de andere pet op had uitgenodigd, had ik hetzelfde verhaal verteld.

Ik zal de kredietcrisis in een langjarig, historisch en internationaal perspectief plaatsen, omdat ons dat iets vertelt over hoe het zal aflopen en ons naar mijn idee ook iets kan vertellen over wat wij wel en misschien ook niet moeten doen. Er is wetenschappelijk onderzoek verschenen over de kredietcrisis. Ik raad u allen aan een artikel te lezen van de heer Kenneth Rogoff, voormalig hoofdeconoom van het IMF, en Carmen Reinhart van 14 januari 2008. Het is maar tien bladzijden en ik stel het beschikbaar om te kopiëren. Zij volgen de ontwikkelingen op de voet, en er zal dus nog wel een nieuwe versie komen. De titel van het artikel is: *Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different?* Deze vraag

beantwoorden zij in het artikel. Zij geven aan dat financiële markten voortdurend kredietcycli te zien geven. Dat is ook nu het geval. Zij geven ook aan waar dat vandaan komt en hoe het afloopt. Ik zal dit in mijn beste Engels langzaam aan u voordragen. Ik geef een citaat uit de inleiding en ik geef de conclusie. De inleiding begint als volgt: "The first major financial crisis of the 21st century involves esoteric instruments, unaware regulators, and skittish investors. It also follows a well-trodden path laid down by centuries of financial folly. Is the 'special' problem of sub-prime mortgages this time really different?" Daarna gaan zij achttien financiële crises van na de Tweede Wereldoorlog na, onder andere een Japanse crisis, de "saving and loan crisis" van de jaren '80 en '90 in Amerika, drie crises in het Verenigd Koninkrijk en de crisis van de Scandinavische landen aan het begin van de jaren '90. Het gaat om crises in ontwikkelde landen. Het artikel gaat verder met: "Our examination of the longer historical record, which is part of a larger effort on currency and debt crises, finds stunning qualitative and quantitative parallels across a number of standard financial crisis indicators." Het pad dat de Amerikaanse groei nu volgt is precies het gemiddelde van de groei in de achttien crises die de auteurs hebben onderzocht. Dat wil niet zeggen dat het zo verdergaat, maar het is wel interessant. De auteurs trekken de volgende conclusie: "Tolstoy famously begins his classic novel Anna Karenina with 'Every happy family is alike, but every unhappy family is unhappy in their own way.' While each financial crisis no doubt is distinct, they also share striking similarities, in the run-up of asset prices, in debt accumulation, in growth patterns and in current account deficits. The majority of historical crises are preceded by financial liberalization. While in the case of the United States, there has been no striking de jure liberalization, there certainly has been a de facto liberalization. New unregulated, or lightly unregulated, financial entities have come to play a much larger role in the financial system, undoubtedly enhancing stability against some kinds of shocks, but possibly increasing vulnerabilities against others. Technological progress has plowed ahead, shaving the cost of transacting in financial markets and broadening the menu of instruments." Wat leert ons dat over hoe het vermoedelijk zal aflopen? Degenen die verwachten dat het financiële systeem in elkaar zal klappen, zullen vermoedelijk teleurgesteld worden. Bij deze achttien financiële crises, waaronder echt grote, ziet men na een jaar of twee een terugkeer van de economische groei. In het artikel staan plaatjes waarop u dat kunt zien. Dat wil niet zeggen dat dit ook nu weer het geval is, dat is juist de grote vraag: is deze crisis een gemiddelde of hoort deze bij de "big five"? In de big five zitten onder andere de Japanse en de Scandinavische crisis. Bij deze crises zat men zelfs na een jaar of vijf nog niet helemaal terug op de trend. Echter, in Scandinavië is het inmiddels alweer heel goed toeven; het zal niet het einde van de wereld betekenen. Wat leert het ons over wat te doen en niet te doen? Uiteraard wordt er onmiddellijk gezocht naar zondebokken. Er wordt uitgebreid gesproken over strengere regels. Een van de grote gevaren is overregulering; te snel en te gehaast te veel willen regelen op het moment dat de stemming is omgeslagen van veel te optimistisch naar veel te pessimistisch. Daar zitten wij middenin. Als je daar nog een schep bovenop doet met allerlei

regulering, loop je het risico dat je het herstelproces langer maakt dan nodig is.

Er zijn zeker zaken die je moet overwegen. Het is een illusie om te denken dat dit soort crises nooit weer zal gebeuren. Financiële crises zullen altijd plaatsvinden zolang er een financieel marktsysteem is. Als er geen financieel marktsysteem meer is, zullen er waarschijnlijk geen financiële crises meer plaatsvinden, maar dan zullen er andere problemen van veel grotere aard op onze weg komen. Een marktsysteem is de beste manier die wij hebben uitgevonden om welvaart te bevorderen, dat kan makkelijk bewezen worden. Maar het is geen perfect systeem, daarin had de heer Wellink gelijk. Door de manier waarop markten werken en de manier waarop menselijke motieven werken, zullen innovaties leiden tot cycli en zal vooruitgang in golven komen. Als die golven worden weggedrukt, wordt uiteindelijk de vooruitgang weggedrukt en dat moeten wij niet willen. Is er dan geen reden om naar een aantal zaken te kijken? Ik denk van wel, maar wees daar dan bescheiden in en reageer niet overhaast. Realiseert u zich ook dat de toezichhouders met een hele lijst voorstellen moeten komen om er iets aan te doen. Ook zij willen laten zien dat zij er bovenop, dus zal het best een lange waslijst worden.

Als ik denk aan zaken die geëvalueerd moeten worden, citeer ik uit het college dat ik de volgende week aan mijn studenten zal geven en dat afsluit met: "Areas for evaluation". Het is een onderwerp dat heel erg lijkt, misschien bijna een op een, op het lijstje dat de heer Ruding gaf. Dan is het ook weer mooi rond. Ik denk dat het belangrijk is om over het monetaire beleid na te denken: is dat niet te lang te ruim geweest? Andere punten zijn: de organisatie van het toezicht, het liquiditeitsmanagement, de transparantie, de bonus-systemen, Basel II, de rating agencies, het systeem van fair value accounting en het riskmanagement. Het is dezelfde lijst die de heer Ruding opsomde, alleen heb ik bij een aantal punten wel wat kanttekeningen. Een voorbeeld is meer transparantie; naast de voordelen die dat zeker zal hebben, zitten daar ook nadelen aan.

De **voorzitter**: De Kamerleden krijgen nu de gelegenheid een vraag te stellen en ik verzoek hen om aan te geven voor wie de vraag is bedoeld. Het staat de wetenschappers en journalisten vrij om op elkaar te reageren. Een aantal genodigden van vanochtend is nog aanwezig. Ook zij mogen reageren.

Mevrouw **Vos** (PvdA): Ik had graag gezien dat u met elkaar in debat was gegaan. Ik heb geturfd hoeveel mensen het niet somber inzien en hoeveel mensen het wel somber inzien. Dat is fiftyfifty. Wij hebben vanochtend veel gesproken over de financiële innovaties, waarvan wij niet weten wat die inhouden. Ik vraag aan de heer Middelkoop of er een situatie denkbaar is waarin wij stoppen met die financiële innovaties en zou dat dan slecht zijn voor de groei van de economie?

De heer **Middelkoop**: Een groot gedeelte van het goed draaien van de brede economie is misschien wel te danken aan het succes van alle derivaatproducten. Vroeger zei men wel dat de financiële economie een afgeleide was van de reële economie. Laatst las ik de analyse, waarin ik mij wel kan vinden, dat de reële economie nu een afgeleide is geworden van de

financiële economie. Wij creëren met elkaar zoveel geld in de wereld, dat het raar zou zijn als daardoor de wereldeconomie niet heel goed zou draaien. Bill Gross is tot de conclusie gekomen dat wij een collaps meemaken van de derivatenstructuur. Die derivaten zijn op dit moment niet te waarderen omdat de markt niet functioneert. Welke prijs moet je aan een product hangen dat niemand meer wil hebben? Er is geen vraag meer naar. Alleen hypotheeken met nationale hypotheekgaranties zijn nog over te dragen en worden wereldwijd gevraagd. De rest van de handel ligt stil. De vraag is wat de gevolgen zijn van het niet meer functioneren van de derivatenmarkt voor de financiële sector. Wat gaat er met de winsten van de banken gebeuren? De mogelijkheid om winst te voorschijn te toveren is verdwenen. Met die derivaten konden enorme winsten te voorschijn worden getoverd, terwijl de verliezen werden verborgen. De bonussen werden alvast uitgekeerd, de winst werd alvast genomen en de verliezen worden nu zichtbaar en nu geeft niemand meer thuis. De mogelijkheid om gemakkelijke winsten te genereren is nu verdwenen. Dat zullen wij tot in lengte van jaren aan de financiële cijfers van banken merken. De grote vraag is hoe de brede economie hierdoor wordt geraakt. De IMF waarschuwt voor een wereldwijde groeivertraging. Die zullen wij zeker krijgen. Niemand kan voorspellen waar het instorten van de derivatenwereld toe zal leiden, maar het zal grote gevolgen hebben. Deze crisis kun je niet vergelijken met wat er in 1997 en 1998 is gebeurd. Het omvallen van een groot hedge fund in Amerika kun je niet vergelijken met de reële economische gevolgen van wat wij nu meemaken.

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): Mijn antwoord is dat het desastreus zou zijn. Daarbij zie ik innovaties in iets breder verband. Financiële crises komen niet alleen voort uit financiële innovaties, maar kunnen ook voortkomen uit allerlei andere innovaties die de groei en daarmee de kredietverlening opdrijven, en ook dat kan tot excessen leiden. De economische groei moet voor zo'n 80% komen van vernieuwingen. Als je die helemaal zou uitschakelen, zou je 80% van je economische groei aan de kant zetten. Veel Nederlandse consumenten zijn de laatste jaren gehecht aan financiële producten waarbij zij garantie krijgen op hun inleg. Dergelijke financiële producten zijn alleen maar mogelijk als er onderliggende derivaten zijn. Als je die zou afschaffen, zou dat soort producten niet meer mogelijk zijn en zouden mensen dat soort risico's niet meer kunnen afdekken.

De heer **Cramer** (ChristenUnie): Het is inderdaad een strijd tussen optimisten en pessimisten. Als ik het verhaal van de heer Hoogduin vertaal, komt dat neer op: na de ijstijd is het toch weer lekker warm geworden. Dat is heel kort samengevat en dat doet misschien onrecht aan de wetenschappelijke onderbouwing die hij erbij geeft, maar het was de sfeer die zijn verhaal uitstraalde. Ik heb een vraag voor de optimisten en een voor de pessimisten. Ik vraag de heer Hoogduin en de heer Ruding of zij het beeld dat met name de heren Lakeman en Middelkoop neerzetten, willen wegnemen. Hebben de heren Lakeman en Middelkoop helemaal ongelijk? De heren Lakeman en Middelkoop vraag ik of zij misschien niet goed hebben geslapen. Is er misschien iets gebeurd in hun beleggingsportefeuille waardoor die angst bij hen

is ontstaan? Hebben andere wetenschappers niet een klein beetje gelijk dat je problemen niet groter moet maken dan ze zijn?

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): Ik voel mij geen optimist. Ik probeer realistisch te zijn en te leren van het verleden. De pessimisten hebben natuurlijk niet helemaal ongelijk. Er is sinds juli 2007 een financiële crisis gaande. Er zijn reële problemen in de Amerikaanse huizenmarkt, daar is geen twijfel over. Daarvan moeten wij leren om in elk geval dat type crisis te voorkomen. De volgende crisis zal er weer anders uitzien. Maar ik denk niet dat wij aan het begin staan van het opblazen van het financiële systeem. De heer Cramer gaat terug naar de ijstijd, maar laten wij teruggaan naar eind jaren '80 en begin jaren '90: de saving en loan crisis in de Verenigde Staten. Het hypothecaire bankwezen was groots in de problemen en ging in de beginjaren '90 gepaard met de recessie. Men is daar overheen gekomen. In Nederland is er eind jaren '70 een hypothecaire crisis geweest. Als je langetermijntrends trekt door de groei, zijn het rimpelingen.

Wij zijn er nu nog niet uit. Het werkelijke probleem is de Amerikaanse huizenmarkt. In de cijfers zie ik nog weinig omkering. Dat zal op een gegeven moment wel gebeuren. Er is een lichtpuntje: de laatste drie weken had je het best kunnen beleggen in de Amerikaanse huizenbouwers, die hebben de afgelopen drie weken een rendement van plus 52,5% gekend. Het geeft aan dat in elk geval een aantal mensen een keerpunt ziet. Zij kunnen ongelijk hebben, maar het is een lichtpuntje. Op een gegeven moment is het aantal in aanbouw genomen woningen zo sterk gedaald dat het weer gaat oplopen. Dan gaat de economie weer oprabbelen, misschien zelfs in de loop van dit jaar.

De **voorzitter**: Een aantal mensen zal denken: waarom heeft hij dat ons drie weken geleden niet verteld!

De heer **Hoogduin**: Omdat ik het toen zelf ook niet zag!

De heer **Lakeman** (SOBI): Er zijn ook blijvende effecten. Het begin van de kredietcrisis – de overkreditering aan Amerikaanse huiseigenaren – heeft al geleid tot honderdduizenden uitzettingen. Die mensen zullen waarschijnlijk niet zo snel opnieuw eigenaar worden van een woning. De vermindering van de pensioenreserves met een niet te schatten en voor iedereen geheimgehouden bedrag, is ook een blijvend effect. Over honderd jaar zijn wij allemaal dood, dus wij kunnen niet alle langetermijneffecten zien. Elke crisis op financieel gebied is tot nu toe gevolgd door een min of meer gestabiliseerde toestand, hetzij op het aanvankelijk geprognosticeerde niveau, hetzij op een iets lager niveau. Dat zal nu ook wel gebeuren. Het is maar of je iets ernstig vindt. Of je optimist of pessimist bent, is afhankelijk van je maatstaven.

De heer **Middelkoop**: Ik slaap over het algemeen zeer goed. Mijn beleggingsrendement over 2007 was positief, dus daar komt het niet door. Ook ik probeer mezelf als realist te zien. Ik denk wel eens dat wij in het Westen in een staat van collectief zelfbedrog verkeren, met name in Amerika op Wall Street. Wij moeten optimistisch zijn; als wij de burgers vertellen dat het slecht gaat, gaat het ook slecht. Maar als weldenkende mensen onder elkaar

mogen wij best realistisch zijn en even dat verplichte optimisme laten varen. Argentinië was in de jaren '70 het zevende rijkste land ter wereld, een goed opgeleide bevolking en veel bodemschatten. Het land was welvarend, maar leefde jaren boven zijn stand. Economen waarschuwden jarenlang daarvoor, maar altijd werden zij weggehoond: wij groeien wel uit deze problemen. Op een dag bleek Argentinië niet meer uit de problemen te kunnen groeien. De banken gingen dicht en bleven maanden dicht. Op slag ontstond er ruilhandel.

De Russen waren ook ervan overtuigd dat zij een prachtig systeem hadden bedacht, dat communisme heette. Dat is lange tijd heel goed gegaan. Er kwam een dag dat het roebelsysteem implodeerde en aan zijn eigen krachten ten onder ging. Ik vind het verregaand arrogant dat wij in het Westen denken dat wij ons uit elke crisis zullen kletsen en dat wij altijd voldoende mogelijkheden zullen krijgen om de boel weer op gang te trekken. Grote delen van de kredietmarkt functioneren op dit moment niet. De heer Wellink heeft aangegeven dat centrale banken als lender of last ressort onbeperkte hoeveelheden geld beschikbaar hebben moeten stellen om het systeem aan de gang te houden, en dat terwijl wij nog maar twee of drie kwartalen in de draai van de conjunctuur zitten. In 2007 groeide de wereldeconomie met 5%, de grootste groei ooit. En nu, twee, drie kwartalen over de top heen, moeten alle noodmaatregelen uit de kast komen. Niemand kan voorspellen wat er nog meer op ons afkomt. Met de enorme schuldenberg van creditcards en car loans en noem maar op kan niemand garanderen dat we hier ongestraft uitkomen.

De heer **Ruding**: Optimist versus pessimist: ik zit in het midden. Er zijn ernstige problemen, maar je moet niet bij voorbaat jezelf in de hoek zetten en aannemen dat het zal misgaan. Je moet ook niet gemakkelijk denken dat het allemaal vanzelf in orde komt.

Een flink deel van de problemen heeft niet alleen zijn oorzaak in de Verenigde Staten, maar speelt daar ook een grotere rol, omdat de economie en het financieelwezen daar anders functioneren dan in Nederland. Europa is niet hetzelfde als Amerika; het is hier minder ernstig. Maar er treedt wel een inktvlekwerking op. Ook al heb je in Nederland geen subprime mortgages, je hebt daar wel de indirecte gevolgen van. Een paar pluspunten maken de startpositie wel sterker: ten eerste de kapitalisatie van de banken. Die is overal in de wereld heel hoog. Dat is te danken aan Basel I. Basel II heeft nog haast geen effect. Die hoge kapitalisatie is een enorme buffer om problemen, stupiditeiten en te grote risico's op te vangen. Een aantal van ons was betrokken bij het opbouwen van dit beleid. De mensheid is niet altijd alleen maar dom, er gebeurt heus wel wat goeds. Ten tweede is er nog steeds een hoge economische groei in de wereld. De cijfers van de laatste 20 à 25 jaar geven aan dat die groei heel hoog is. Dat komt ten dele door een aantal voormalige ontwikkelingslanden, maar ik benadruk dat de startpositie niet slecht is. Alleen als je geen acht slaat op de problemen, geen maatregelen neemt en niets leert uit fouten, donder je over een paar jaar in een misschien iets andere crisis. Dat is gevaarlijk. De financiële innovatie moet je niet stoppen, als dat al zou lukken, want die doet ook veel goed. Er is misschien veel slechts te zeggen over nieuwe financiële producten, maar de credit derivatives – die staan helemaal los van

de subprime mortgages – hebben een enorme omvang. Daar kijk ik positief tegenaan. Die markt ligt niet op zijn rug. Dagelijks worden veel nieuwe transacties gesloten, juist omdat men zich wil indekken tegen kredietrisico's. Dat is inderdaad het verschuiven van risico's, maar mag dat even? Dat doen verzekeraars al sinds het jaar nul iedere dag. Alleen is de prijs die je daarvoor betaalt, hoger geworden. Je betaalt nu een hogere risicopremie en dat is terecht, denk ik. Dat dient een heel goed doel. Als de markt van de credit derivatives er niet zou zijn geweest, zou een aantal banken, niet alleen in Amerika, in duidelijk grotere problemen zijn geweest dan zij nu zijn.

De heer Lakeman verwijt de Amerikaanse banken onethisch gedrag vanwege het verlenen van subprime mortgages. Daarover kun je twisten, maar ik wijs erop dat een flink deel van die grote omvang van subprime mortgages het gevolg is van een enorme druk van de politiek, het Congress en de opeenvolgende regeringen. Zij drongen er voortdurend op aan dat banken grote bedragen aan "community loans" zouden verstrekken. De subprime mortgages vormen daar een belangrijk onderdeel van. Ik herinner mij dat er op Citibank een grote druk werd uitgeoefend om dat te doen. Dat advies heeft men, enthousiast of niet enthousiast, opgevolgd. Voor zover er onethisch gedrag zou zijn, zouden de andere lichamen die ik zonet noemde, ook naar zichzelf moeten kijken.

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): De heer Middelkoop heeft opgemerkt dat grote delen van de kredietmarkt op slot zitten. De ECB heeft ik meen gisteren de geldgroei cijfers gepubliceerd en daar zitten altijd ook de kredietgroei cijfers bij. De kredietgroei in Europa is jaar op jaar ruim 14% geweest. Dat is niet bepaald een markt die op slot zit.

De heer **De Kort**: De heer Hoogduin heeft opgemerkt dat een aantal crises weer voorbijgaan. Dat gaat ook nu gebeuren, dat is volkomen duidelijk. Alleen, hoe zal het aanpassingsproces verlopen? Hoe groot zal de pijn worden? Dat is nu de discussie. Tijdens het aanpassingsproces in Zweden had ik daar niet graag gewoond. Je krijgt problemen als je tegen de Amerikaanse bevolking van tevoren zegt: wij zullen een paar jaar een economische krimp krijgen en dan is alles weer voorbij. Je gaat de min in, en uiteindelijk komt het weer goed, maar wij spreken nu over het aanpassingsproces. Naar mijn overtuiging zal dat niet heel gemakkelijk gaan.

De heer **Van Dijk** (PVV): De helft van de sprekers is vrij optimistisch en de andere helft is nogal pessimistisch. De heer De Kort zegt dat de recessie bijna onvermijdelijk is. De heer Middelkoop sprak over de kredietbubbel, de big bang, waar wij niet omheen kunnen. De heer Lakeman sprak over Nederlandse pensioenfondsen die geraakt kunnen worden. In hoeverre hebben wij nu de bodem gezien? Of is dit nog maar het begin van de kredietcrisis 2008/2009? Daarover zijn de meningen zeer verdeeld. Sommigen zeggen: wij hebben de bodem gezien, anderen zeggen: dit is nog maar het begin, het ergste komt nog op ons af.

De heer **Ruding**: Ik heb geprobeerd dat heel kort in mijn inleiding aan te geven. In uw woorden: ik denk dat wij de bodem hebben gezien. Dat was na die uitzonderlijke en

hopelijk unieke illiquiditeit van de interbancaire markt, waar de situatie nu aanzienlijk normaler is geworden. Dat was ook hard nodig. Alleen, dit is nog niet het einde; ik heb wat voorbeelden genoemd. Wij hebben al een heleboel gehad, maar het is nog niet voorbij. Er zijn altijd na-ijleffecten, zoals een publicatie van een probleem dat er al is. Een probleem kan pas vele maanden later publiek worden. Dat is dan geen nieuw probleem, maar daarmee blijft de situatie wel even zorgelijk.

De heer **Middelkoop**: Er is nu voor ongeveer 100 mld. dollar aan directe afschrijvingen genomen door de banken. Vanochtend meldde UBS 9 mld. dollar. De directe schade vanuit de subprime – inmiddels zijn veel meer delen van de economie aangetast – wordt geschat op 300 à 400 mld. dollar. De eerste 100 mld. dollar heeft er al voor gezorgd dat de grootste en meest veilige bankinstellingen ter wereld bedelend door het Midden-Oosten en China zijn gegaan om overeind te blijven. Een bank moet verliezen direct van het eigen vermogen afboeken, centrale banken kunnen daarbij niet helpen. Als niemand meer het eigen vermogen van een bank wil versterken, valt hij om. Dat hebben wij bijvoorbeeld bij Van der Hoop Bankiers gezien. Ik was in mijn boek nog te optimistisch over de eerste ronde van verliezen. Ik schreef: "Gelukkig hebben de banken voldoende vet op de botten om een eerste ronde van verliezen gemakkelijk te doorstaan." Dat bleek te optimistisch, want de eerste ronde van verliezen hebben wij nu gehad en wij zijn blij dat de grote banken nog overeind zijn gebleven. Wij weten dat er nog voor een paar honderd miljard dollar aan directe verliezen komt. Die worden keurig uitgesmeerd over de komende kwartalen, zodat de verliezen te nemen zijn, anders hadden wij nog grotere problemen. De vraag is nu hoe de grote banken het eigen vermogen in de tweede en derde ronde versterken. Hoe ver laten wij de Chinezen binnenkomen in het eigen vermogen van de grote Amerikaanse banken? Er is voldoende geld op deze wereld om die verliezen op te vangen, alleen zal het grote gevolgen hebben, met name voor die banken. Wij hebben het nu alleen nog maar over de directe verliezen vanuit subprime. De verliezen vanuit de creditcards en de car loans komen eraan. Er komt nog een stroom van verliezen aan. De markten waarin die verliezen zich zullen voltrekken, waren stuk voor stuk jarenlang goed voor 1000 mld. dollar omzet per jaar. Er zijn schattingen dat de totale verliezen voor deze kredietcrisis voorbij is, ruim boven de 1000 mld. dollar zullen liggen. Dat is zeker niet denkbeeldig. De eerste ronde van 100 mld. heeft de banken laten schudden en beven en het is voor mij de grote vraag hoe banken steeds weer het eigen vermogen op peil denken te kunnen houden.

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): Het antwoord op de vraag of wij de bodem al hebben gehad, luidt: dat weten wij niet. Ik citeer nog een keer uit de prachtige studie die ik daarstraks onder uw aandacht bracht: De gemiddelde daling van de economische groei is iets meer dan 2%. Van piek tot dal. Normaal duurt het ongeveer twee jaar na het begin van de crisis tot je weer terug bent bij de trend. De crisis in de Amerikaanse huizenmarkt is begonnen in juli 2006, dus dan zouden wij in de loop van dit jaar de draai maken als het een gemiddelde crisis is. Voor de vijf meest catastrofale gevallen – daar zitten alle Scandinavische landen en

Japan in – geldt dat de val in de groei van de top naar het dal 5% is. De groei is vijf jaar na het begin van de crisis nog steeds beneden de trend. Het gaat dus om de inschatting of wij met deze crisis dichterbij het gemiddelde of meer bij een grote crisis zitten. De saving and loan crisis uit de jaren '90 valt buiten de categorie van de big five. Dus als de crisis van die omvang is, vallen de effecten mee ten opzichte van de grote crises. Mijn inschatting is dat de crisis in de huizenmarkt in Amerika de bodem nog niet heeft bereikt. Ik verwacht dat wel in de loop van dit jaar. Dat is één factor die voor een draai kan zorgen, in combinatie met het vertraagde effect van de forse stimulering van met name het monetaire beleid. De groei in Amerika in het derde kwartaal was hoog: 4,9%. De eerste schatting voor het vierde kwartaal is +0,6%. De daling heeft zich inmiddels ingezet, zelfs slechter dan de markt had verwacht. De vertraging is nog wat groter dan de markt had ingeprijsd. De banengroei – dit is nog niet het officiële cijfer – viel mee: er zijn 130.000 banen bij gekomen in de laatste maand. Voor mij is de conclusie: wij zitten nog met een groei en de bodem in Amerika is nog niet bereikt.

De heer **Eichholtz** (Universiteit van Maastricht): Ik concentreer mij op de huizenmarkt in de Verenigde Staten. Robert Shiller van Yale University heeft een huizenprijzenindex voor de lange termijn geconstrueerd. Die huizenprijzenindex beweegt zich van 1890 tot 1995 op het niveau van 100. In de crisis van de jaren '30 was de index wat lager, maar daarna was hij weer op 100. Vanaf 1995 gaat die plotseling gigantisch stijgen, en begin vorig jaar stond hij op 200. Die markt is hoger dan hij ooit geweest is. In Amerika is het aanbod van woningen ongelimiteerd. Er is dan ook geen fundamentele reden waarom die index op 200 zou moeten blijven. Als de index zou teruggaan naar 100, zou je nog een nominale prijsdaling krijgen van 50% en een reële prijsdaling van ongeveer 30%. Een reële prijsdaling van 30% à 35% is dikwijls voorgekomen in de woningmarkt: in Nederland in 1981, in Parijs in 1991, in Zürich in 1991 et cetera. Dat soort prijsdalingen is in de woningmarkt niet uitzonderlijk en is zelfs waarschijnlijk. In het langetermijnperspectief van Amerika zou dat zeker ook kunnen gebeuren.

Op dit moment is de gemiddelde prijs in Amerika nog lang geen 33% gezakt. Niet dat dit per se gaat gebeuren, maar het valt ook niet uit te sluiten. Die index van 100 is een stabiel pad voor de lange termijn.

De heer **De Kort**: Een kleine daling van Amerikaanse huizenprijzen en de lichte toename van het aantal wanbetalingen zijn de mogelijke oorzaken van de huidige problemen. Meer is het niet, naar het is al voldoende voor een sessie als vandaag. Ik hoop voor alle aanwezigen hier dat het verhaal van de heer Eichholtz niet zal gebeuren, want dan zullen er een paar banken niet meer zijn. Als een kleine daling al zulke gevolgen heeft, worden wij bij een grote daling zeer somber. Dat is een onvermijdelijke conclusie. Daarom hoop ik dat de heer Eichholtz geen gelijk krijgt.

De heer **Weekers** (VVD): Eerder is opgemerkt dat aan de andere kant van de tafel drie optimisten en drie pessimisten zitten. Wij hebben net begrepen dat er diverse gradaties zijn in dat optimisme en pessimisme. Ik heb ook begrepen dat de heren allen een bepaalde

impact zien op de Europese economie en dus op de Nederlandse economie. Zij hebben allemaal vergelijkingen getrokken met eerdere crises. Zij zijn het daarover niet met elkaar eens, maar zouden zij eens een voorspelling kunnen geven van de gemiddelde economische groei in de komende vier jaar?

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): 2%.

De heer **Lakeman** (SOBI): Toch elk jaar wel 1 à 2% minder dan de afgelopen vier jaar.

De heer **Eichholtz** (Universiteit van Maastricht): Ik zie mijzelf niet als een expert op dat gebied, maar ik schat 2 à 2,5% voor het EU-gebied.

De heer **De Kort**: Tot nu toe is er niet zoveel aan de hand, hoewel de Europese economie al afzwakt. Voor de Nederlandse markt op zich ben ik niet zo bang, maar Nederland is natuurlijk geen eiland in de grote wereld. Nederland is onderdeel van internationale kapitaalstromen. Nederland hoort bij de globalisering en profiteert ervan als het goed gaat. Er is een redelijke kans dat Nederland ook de nadelen ervan ondervindt. De banken stellen al meer eisen aan kredietnemers en verhogen de tarieven voor hun klanten. De officiële tarieven gaan omlaag, maar het tarief voor klanten gaat omhoog, omdat het risicobesef verandert. De Nederlandse ondernemers, particulieren en bedrijven zullen daarvan last krijgen; zij moeten meer betalen voor hun geld. Een aantal mensen zal geen geld meer krijgen terwijl zij daarvoor nog wel geld kregen. Die effecten zijn negatief. Als de Amerikaanse economie verder wegzakt, zullen wij daar ook last van krijgen. Via een aantal kanalen zullen wij minder groei krijgen dan wij hadden. Hoe groot die effecten zullen zijn, is niet te voorspellen. Het is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en bij de banken. Hoe groter daar de problemen zijn, hoe dikker in de min het bij ons zal worden.

De heer **Middelkoop**: Het heeft niet zoveel zin om getallen te noemen. Het is wel zeker dat Amerika in een recessie terechtkomt. Hoe diep die recessie wordt, weten wij niet. In het positieve scenario komt er een normale recessie en blijven China en India stevig doordraaien. De kredietcrisis blijft hanteerbaar, het systeem blijft aan de gang en wij kunnen de verliezen over de kwartalen gewoon nemen. In dat scenario kan Europa te maken krijgen met een ernstige groeivertraging omdat er toch wel het een ander aan de hand is, maar zouden wij een recessie kunnen vermijden. Er is ook een zorgelijke scenario: Merrill Lynch heeft de prognose afgegeven dat Amerika de zwaarste recessie kan verwachten van de afgelopen 25 jaar. Dat zegt niet zoveel, want de Fed heeft ervoor gezorgd dat er de afgelopen 25 jaar heel lichte recessies waren. Begin jaren '80 was eigenlijk de laatste zware recessie. Bij het scenario dat Merrill Lynch verwacht, moet je er mee rekening houden dat ook de verkopen van landen als China en India aan Amerika eronder te lijden zullen krijgen. De wereldeconomie heeft een probleem als Amerika in een zware recessie terechtkomt. Het is waarschijnlijk dat Europa dan ook in een recessie komt. Het is het meest zorgelijke maar toch wel realistische scenario. De Wall Street-banken lijken ook al overtuigd te raken van de komst van een zware

recessie en dat zal de hele wereldeconomie onderuithalen en een wereldwijde recessie kunnen opleveren.

De heer **Ruding**: Ik herhaal dat ik geen recessie voor Europa verwacht, ook niet voor Nederland. Wel verwacht ik de komende vier jaar een lagere economische groei dan misschien een jaar geleden werd verwacht voor Europa. Voor Nederland verwacht ik de komende jaren een economische groei van gemiddeld 1,5%. Als men dat percentage als voorzichtige raming voor de begroting had ingevoerd, was men precies goed uitgekomen. Met 2% kom je in de zelfgecreëerde problemen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Ik vraag de heer Ruding wat het achterblijven van de economische groei voor de overheidsfinanciën betekent. De heer Middelkoop heeft een scenario aangegeven waarin de kredietcrisis ernstig zal kunnen zijn. Maar dan zou de inflatie in Nederland toch veel hoger moeten zijn dan nu het geval is?

De heer **Ruding**: Ik ben vrijer om te spreken dan de heer Wellink, dat is logisch, gezien zijn positie. Ik zie geen noodzaak voor de Nederlandse overheid om op korte termijn maatregelen te nemen op het punt van de overheidsfinanciën. Overigens zouden die maatregelen tweeërlei kunnen zijn: stimulering à la president Bush of juist additionele bezuinigingen. Het is geen gemakkelijk onderwerp. Ik denk dat geen van beide nu nodig is, maar dat kan veranderen. Over een of twee jaar kan dat opnieuw worden bekeken.

De heer **Middelkoop**: De crisis en de inflatie staan in zekere zin los van elkaar. Er wordt een grote hoeveelheid nieuw geld in de economie gestopt, gekoppeld aan een verruiming van het monetaire regime en het verlagen van de rente. Dat kunnen wij in Europa ook verwachten. Er is afgesproken om de euro sterk te houden en de groei van de geldhoeveelheid te limiteren tot het plafond van 4,5%. Die 4,5% geldgroei is inmiddels gestegen naar 12% a 13%. Ik heb op de middelbare school geleerd dat bij een geldgroei van 12% en bij een economische groei van 2%, er een enorm inflatieverhogend effect is. Jaar na jaar vinden wij dit normaal, en worden er geen vragen bij gesteld. Het hoeft geen verbazing te wekken dat de inflatie uit de hand begint te lopen, de enige verbazing is dat dat nu pas gebeurt.

Er zijn nog wel wat meer vraagtekens te plaatsen bij de inflatie. Nog niet zo lang geleden betaalden wij voor een biertje of een kop koffie twee gulden, maar dat is nu twee euro geworden. Dat wordt verklaard uit een gemiddelde inflatie van 2% à 3% in de afgelopen jaren. Maar dan kom ik niet uit op een verdubbeling van de kosten. Grote groepen in de samenleving komen knel te zitten, omdat hun koopkracht ernstig onder druk komt te staan en kennelijk niet genoeg worden gecompenseerd voor de inflatie. Ik wijs op een Amerikaanse website van een econoom die gespecialiseerd is op dit gebied: <http://www.shadowstatistics.com>. Die site wordt beheerd door de heer Williams, een econoom die zijn hele leven in dit veld heeft gewerkt. Hij heeft de manier waarop de inflatie wordt berekend geanalyseerd. Hij heeft het model erbij gehaald waarmee wij nu de inflatie berekenen en het model dat zestien jaar geleden werd gebruikt. Toen hij het model van zestien jaar geleden doorrekende, kwam hij niet uit op een Amerikaanse inflatie van 3,6% – dat zijn de cijfers over 2006 – maar op een inflatie van

6,6%. In het inflatiemodel zijn grote veranderingen doorgevoerd, de heer Hoogduin weet daar veel van, want hij is daarbij betrokken. Dat heeft ertoe geleid dat de inflatie nu veel lager wordt weergegeven dan de mensen haar ervaren. De inflatie wordt ook lager weergegeven dan als je die berekent op basis van de geldgroei. Ik weet niet wat de kredietcrisis voor gevolgen heeft voor de inflatie. Het dalen van de dollar leidt in elk geval tot het scherp oplopen van de grondstoffenprijzen. Bij de methodiek van inflatieberekeningen kunnen grote vraagtekens worden geplaatst. Dat zou kunnen verklaren waarom steeds meer middengroepen, gepensioneerden en uitkeringsgerechtigden financieel klem komen te zitten.

De heer **De Kort**: Wij worden nu neergezet als optimisten en pessimisten. Ik refereer aan wat het IMF dit weekend heeft bekendgemaakt. In de tijd van de heer Ruding en de jaren daarvoor en daarna, ging het bij het IMF maar om één ding: bezuinigen. Het IMF heeft nu aan de wereldregeringen gevraagd om de economie meer te stimuleren. Het IMF loopt heus niet voorop met nieuwe plannen. Als het IMF met het plan komt om meer geld in de economie te pompen, geeft dat aan dat op allerlei plaatsen in de toezichtwereld mensen zich grote zorgen maken.

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): Ik heb vergeten nog een nevenfunctie te vermelden, ik ben ook voorzitter van de adviesraad prijzenstatistiek van het CBS. De heer Middelkoop gaf aan dat ik er daarom wat van weet. Ik kan u vertellen dat de manier waarop in Nederland de inflatie gemeten wordt, zeer aan de maat is. Ik herken niet de afwijkingen van de werkelijke inflatie zoals die kennelijk op die website genoemd worden.

De heer **Lakeman** (SOBI): De inflatie wordt in Amerika anders gemeten dan in Nederland. Stel dat er een nieuwe computer op de markt komt die twee keer zoveel prestaties levert, bijvoorbeeld twee keer zo snel werkt. Dan wordt in Nederland door het CBS gezegd dat de prijs van de computers is gehalveerd, terwijl in Amerika wordt gezegd dat de productiviteit is gestegen. Dat wordt dus heel anders vertaald. Dat heeft tot gevolg dat in Amerika de productiviteitsstijging van arbeiders hoger wordt ingeschat dan in Nederland, uitsluitend door een statistisch facet. Dat moet enige matiging geven aan de bekende stelling dat in Amerika de arbeidsproductiviteit zo hoog is omdat je daar zo snel ontslagen kunt geven.

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): Wellicht is het aardig om beide heren eens uit te nodigen voor een openbare zitting van de adviesraad en daar ook mensen van het CBS bij uit te nodigen, om iets uitgebreider op de inflatiemeting in te gaan. Dit soort correcties proberen wij in Nederland ook steeds meer te maken. Als de computer twee keer zo goed is en hij halveert in prijs, moet je daarmee rekening houden. Daarvoor zijn allerlei ingewikkelde technieken. Maar het heeft weinig met de kredietcrisis te maken.

De heer **Tang** (PvdA): Er wordt gesproken over shadow statistics. Wij hebben al gesproken over shadow banking. Ik heb een vraag voor de heer Hoogduin in zijn hoedanigheid van hoogleraar monetaire economie. De monetaire aggregaten laten een grotere groei zien dan

de reële economie. Ik heb dezelfde schoolboekjes als de heer Middelkoop doorgeploeterd. Hoe zit dat?

Wat betreft het creëren van geld uit het niets: vorige week was ik bij een sessie van het Europarlement, waar Lamfalussy sprak over de endogenous liquidity creation, Daardoor is de controle van de centrale banken op het monetair systeem moeilijk. Graag enige toelichting.

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): Geld wordt altijd uit het niets gecreëerd, geld wordt tegenwoordig niet in fabrieken geproduceerd. Dat is het geval sinds wij de band met het goud hebben losgelaten, minstens sinds 1970. Wat betreft de groei van de geldhoeveelheid ben ik het met de vorige sprekers eens. Wij hebben allemaal geleerd: $MV=PT$. Als M hard groeit, moet er iets gebeuren met de P. Dat is ook dit keer gebeurd. De diepere oorzaak van de problemen is een combinatie van de financiële innovaties waarover wij al eerder hebben gesproken en een heel ruim monetair beleid met de rentevoet van 1% in Amerika, 2% in Europa en 0% in Japan. Dan zet je de deur open voor extra kredietverlening en daarmee extra groei van de geldhoeveelheid. Zo is dat geld in omloop gekomen. Dat geld zit niet in de inflatie van consumptiegoederen, omdat het vooral is aangewend in de financiële sfeer en dus vooral heeft geleid tot prijsstijgingen van financiële vermogenstitels, aandelen die na 2003 heel erg zijn gestegen en Amerikaanse huizenprijzen die heel erg zijn gaan stijgen. Dat is wel degelijk schadelijk. Hoe moet de centrale bank reageren als de consumptieprijzen relatief gematigd stijgen en veel extra geld in omloop komt dat in financiële vermogenstitels zit? Moet je dan toch op de rem trappen of moet je afwachten? Als je toch op de rem trapt, voorspel ik u dat er veel kritiek op de centrale bank is, want die gaat op de rem trappen op het moment dat in de normale economie de groei goed en de werkgelegenheid normaal is. Dan zal de economie afremmen om de inflatie in de financiële sfeer af te remmen. Het is een belangrijk vraagstuk voor een debat, maar het is geen eenvoudige vraag.

De heer **Middelkoop**: Het bestrijden van inflatie is voor centrale bankiers in Europa de belangrijkste doelstelling. In Amerika is het een doelstelling naast het versterken van de economie. Als het financiële systeem onder grote druk komt te staan, wordt het aan de gang houden van het systeem en daarmee het stimuleren van de economie eventjes veel belangrijker dan de zorg voor de inflatie. Ik ben bang dat de inflatie de komende jaren sterk zal oplopen. Als ik als centrale bankier moest kiezen tussen het aan de gang houden van het systeem en wat meer inflatie, of het op de rem trappen om de inflatie te bestrijden met als gevolg dat het systeem onder nog grotere druk komt te staan, zou ik ook ervoor kiezen om de inflatie desnoods iets meer op te laten lopen.

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): De heer Middelkoop geeft precies de afweging aan. Een van de verschillen tussen de Europese Centrale Bank en de Fed is, dat de Fed een horizon heeft van ongeveer anderhalf jaar. De Fed probeert over die horizon vooral de groei op peil te houden en ziet dan wel later wat er is gebeurd met de inflatie. Daartoe verlagen zij heel fors de rente, dat zal voor die termijn de groei opkrikken. Maar over anderhalf jaar kan blijken dat er ook negatieve effecten zijn. Die kunnen zich voordoen in de hoek van

de inflatie maar ook in de hoek van de financiële markten, waar partijen het idee hebben gekregen dat de winst voor hen is als het meezit en de Fed de rente verlaagt als het tegenzit.

Mevrouw **Blanksma-van den Heuvel** (CDA): De nieuwe dimensie die aan de kredietcrisis is toegevoegd, zijn de creditcardrisico's, die veel zichtbaarder zijn geworden. Miljoenen Amerikaanse gezinnen kunnen hun creditcard-schulden niet meer opbrengen. Is er enig zicht op de omvang van deze creditcardrisico's? Wat zijn de gevolgen voor de balansen, de solvabiliteit en de waardering van de banken? Kunnen de creditcardrisico's zich in indirecte zin verplaatsen naar Europa en Nederland? Wij hebben hier niet zo'n creditcardcultuur, wij hebben niet veel kredieten op creditcards. De financiële markt laat duidelijk zien dat zowel Mastercard als Visa hier fors aan het acquireren zijn is. Heeft dat dadelijk gevolgen voor de druk die de cardhouders op onze banken kunnen uitoefenen? Ik stel de vraag aan de heer Ruding en aan de heren die over de risico's van de creditcards hebben gesproken.

De heer **Ruding**: De omvangrijke vorderingen van de Amerikaanse banken op houders van creditcards is een belangrijke ontwikkeling. Het is niet nieuw. In het begin van de jaren '90 heb ik al golven gezien toen ik er zelf werkte. Toen liepen de afschrijvingen op vorderingen per jaar al op tot 3 tot 4%. Daar zijn wij nu nog niet eens aan toe, maar de afboekingen nemen wel toe. Dat is een waarschuwing. Het heeft geen direct effect op Europa, want wij kennen het probleem niet in die omvang. Maar voor de creditcards geldt hetzelfde als voor de indirecte gevolgen voor Europa van de securitisatie, dus het omzetten in obligaties, met als onderpand de zwakke hypotheek. Jarenlang zijn die obligaties voor miljarden dollars uitgegeven, met als onderpand onder andere de vorderingen op de houders van creditcards die kredieten hebben opgenomen. Dat heeft een indirect effect op diegenen die obligaties houden en merken dat die iets minder mooi zijn dan zij dachten. Veel van de obligatiehouders zitten tot in het noorden van Noorwegen en tot achter in Polen; zij zitten overal. De omvang zal misschien minder zijn, maar dezelfde mechaniek werkt daar.

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): Ik heb weinig toe te voegen aan de opmerkingen van de heer Ruding. Voor de discussie is van belang wat de omvang van de schade is. In juli 2007 begon het allemaal, wij zijn nu een halfjaar verder en nog steeds weten wij niet precies wat de schade is. Als je de omvang van de schade wilt weten, moet je de prijs weten van de financiële vermogenstitels waar het om gaat, bijvoorbeeld gerelateerd aan de Amerikaanse hypotheek. Zo'n prijs is altijd een product – het wordt een enigszins ingewikkelde opmerking, maar het is wel belangrijk – van twee zaken: ten eerste het risico. Het meten van het risico is ingewikkeld, dat kun je relatief objectief doen, maar er zitten ook inschattingsmomenten in. Ten tweede de prijs; de prijs wordt niet alleen bepaald door het risico, maar ook door de vergoeding per eenheid risico: de compensatie voor het risico dat je loopt. Dat is een voorkeur: hou je van zwart of hou je van wit? Die is niet constant in de loop van de tijd. Vermoedelijk speelt nu met name die tweede factor een rol: de compensatie die

mensen voor het risico willen hebben. Dat heet technisch de risicopremie. Die premie gaat enorm omhoog als mensen onzeker worden. De prijzen die nu in de markt worden berekend, zijn vermoedelijk aan de sombere kant, bijvoorbeeld gegeven het scenario van hoe de huizenmarkt zich zal ontwikkelen. Mensen zijn bang en onzeker. Die prijs kan volgende maand alweer anders zijn, die is niet constant. Wij moeten niet te snel roepen dat de accountants het nu allemaal moeten vaststellen. Zij kunnen veel, ik heb groot vertrouwen in hen, maar dit kunnen zij volgens mij niet.

De heer **De Kort**: De prijs voor het risico is de afgelopen jaren, tot een met april 2007, alleen maar gedaald. Deze is historisch laag geworden. De risico-opslagen waren minimaal. Dat is een belangrijke reden waarom er zoveel vraag naar die producten was. Het risicobesef nam toe, de prijs steeg, maar historisch gezien zijn wij nog lang niet door het gemiddelde heen. Er is een begrip in de statistiek dat heet: "reversal to the mean", het terugkeren naar het langjarig gemiddelde. Daar zijn wij de afgelopen jaren ver onder gekomen. Wij tenderen met de opslag richting het gemiddelde, maar het zou zomaar kunnen dat wij er na een paar jaar ruim boven zitten. Dat zal de vraag naar die producten zeker niet doen toenemen.

De heer **Lakeman** (SOBI): De omvang van de noodzakelijke afboekingen in de creditcardindustrie is niet bekend, maar die zal groter zijn dan uit macrocijfers gedestilleerd kan worden. De laatste jaren is in Amerika op welvaartsgebied een tweedeling opgetreden: de welvarendste helft is welvarender geworden en de armste helft is niet welvarender, even welvend of zelfs armer geworden. Aan het cijfer X dat de welvaart van de Amerikaanse bevolking voorstelt, kun je niet de noodzakelijke afboekingen ophangen, want de helft die armer is, zal zwaarder moeten afboeken dan uit dat cijfer zou blijken. Dat de rijke helft niet hoeft af te boeken, maakt dan weinig uit. Ik denk dat er toch stevig afgeboekt zal moeten worden in die industrie. In Brussel is een discussie gaande over welke systemen in de toekomst in Europa voor de creditcards gehanteerd zullen worden. Het lijkt mij heel onverstandig om daar Amerikaanse systemen voor aan te wijzen, gezien het feit dat de Amerikanen op allerlei manieren de zaken overwaarden en proberen hun eigen verliezen naar Europa te exporteren.

De heer **Tang** (PvdA): Ik heb een vraag voor de heer Ruding. Hij heeft aan het begin aangegeven dat een van de acties die moet worden ondernomen een betere risicomanagement bij banken is, want het is opvallend dat een paar grote Amerikaanse banken klappen hebben opgelopen. Dat betere risicomanagement moet komen door zelfdiscipline, zo heb ik begrepen. Het is lastig als de een wel zelfdiscipline heeft maar de ander niet. Het kan ook neerkomen op zelfregulering, want het is makkelijker om discipline te hebben als iedereen dat heeft. Ik geef een citaat van Willem Bouter: "Self-regulation is no regulation unless backed up credibly with the threat that, unless effective self-regulation is implemented, external regulation will be imposed." Met andere woorden, is die zelfdiscipline wel toereikend om het risicomanagement bij banken op orde te krijgen, gegeven het feit dat het de afgelopen periode is misgegaan? Is niet de kans heel groot dat het nog een

keer zal misgaan? Moet er niet in elk geval die "credible threat" zijn waar Willem Bouter op doelt?

De heer **Ruding**: Bij de analyse moet je onderscheid maken tussen zelfdiscipline en zelfregulering. Bij een bedrijfstak waar het niet goed gaat en waar geen overheidsstoezicht bestaat, is vervolgens de vraag aan de orde of overheidsregulering of -toezicht tot stand moet worden gebracht. Maar banken zitten in tegenstelling tot bijvoorbeeld hedge funds in vrijwel alle landen al heel zwaar en heel lang onder overheidsstoezicht. Dat is regulering, maar geen zelfregulering. Wanneer ik pleit voor meer zelfdiscipline bij de banken zelf, bedoel ik daarmee niet dat de overheden of centrale banken zich niet meer met de banken moeten bemoeien, integendeel. Daarvan ben ik ook nooit voorstander geweest. Het zou gevaarlijk zijn als men een sfeer creëert van: als het goed gaat met de banken is het mooi en als het slecht gaat is er de overheidsregulering die dat moet oplossen of voorkomen. Ik probeer een eerste defensiebarrière op te werpen, allereerst voor de banken zelf maar ook voor de samenleving, en dat is zelfdiscipline. Dat neemt niet weg dat de centrale banken maatregelen kunnen en soms moeten nemen. Zelfdiscipline, meer dan nu het geval is, betekent niet: niet zelfregulering.

De heer **De Jong** (ABN AMRO): Mag ik een vraag stellen aan de Kamercommissie? Ik heb het genoeg om al vanaf de aftrap vanochtend hier aanwezig te zijn. Ik ben zeer onder de indruk van het werk van de Kamercommissie. De vragen blijven heel scherp. Door een van de inleiders is iets gezegd dat mijn verbaasde. De heer Hoogduin merkte aan het eind van zijn eerste inleiding iets op over transparantie. Vanochtend hebben wij uitgebreid over transparantie gesproken. Hij wekte bij mij de indruk dat hij niet helemaal voor transparantie was. Het is toch niet des parlements dat je iemand laat weggelaten met zo'n opmerking?

De **voorzitter**: Dat is een ingewikkelde manier om een vraag aan de heer Hoogduin te stellen!

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): Ik had inderdaad verwacht dat iemand daarop zou inhaken. Natuurlijk ben ik voor transparantie, daar is iedereen voor. Alleen is transparantie geen panacee; daar zitten ook nadelen aan. Transparantie kan niet alles oplossen. Als je onzeker bent en als je niet weet wat iets waard is, verandert transparantie daar niets aan. De onzekerheid blijft bestaan. Het feit dat producten niet geprijsd worden, heeft te maken met onzekerheid. Je kunt er transparant over zijn dat je het niet weet, maar het lost niet het probleem op. Als je heel transparant bent over de prijzen waarvoor zaken in de boeken staan, en sommige prijzen schieten naar beneden door, kun je een cumulatieve verkoop van producten in gang zetten in een paniekgolf. In combinatie met "fair value accounting" kan dat destabiliserend werken. Het is dus prima om na te denken over transparantie en het is een gemakkelijke maatregel; niemand hoeft iets te doen, je hoeft alleen maar iets te openbaren, maar er zitten dus ook bepaalde nadelen aan. Het is geen makkelijke oplossing die onder alle omstandigheden alle problemen oplost.

De heer **De Kort**: In principe is transparantie een goede zaak. Maar als een bank transparant wordt en aangeeft in

de problemen te zitten, worden er geen zaken meer met die bank gedaan. Transparantie is leuk, maar met slecht nieuws bekendmaken breng je jezelf in nog veel grotere problemen.

Mevrouw **Koşer Kaya** (D66): Kan de heer Ruding aangeven wat de voor- en nadelen van transparantie zijn?

De heer **Ruding**: Zelfs in deze delicate materie blijf ik voorstander van transparantie. Het is delicaat omdat als een bank verlies lijdt, dat direct effect heeft op zijn producten en zijn functioneren. Als een aardappelhandel verlies lijdt, wordt daardoor de kwaliteit van de aardappels niet beter of slechter. De laatste zes maanden zijn er banken geweest, en dat waren niet de geringste, die hebben bekendgemaakt – zij hebben dus wel transparantie betracht – dat zij een aantal eenheden hadden afgeboekt. Daarover is opwinding ontstaan. Een maand later maakte een van die banken met lichtelijk verhoogde kleur bekend dat het niet 100 maar 150 eenheden betrof. Dat is dus niet wat ik betoog, want dat helpt niet. Het moet wel op een geloofwaardige manier gebeuren. Dat is niet gemakkelijk, dat geef ik als eerste toe uit eigen ervaring. Je moet niet direct op vragen van de media antwoord geven als je het zelf nog niet weet, want dat is een groot risico. Maar het is voor banken zeer goed te verdedigen om openheid van zaken te geven, want als die 100 ook uiteindelijk 100 blijkt te zijn, is de geloofwaardigheid aanzienlijk toegenomen. Wij hebben de laatste zes maanden ook ervaren dat banken die niets hebben gezegd omdat zij het niet verplicht waren en geen kwartaalcijfers hadden, terecht of niet in een verdachte hoek kwamen te zitten: zij zeggen niets dus er zal wel een heleboel ellende zitten. Dat helpt ook niet veel. Niet-transparantie lost het probleem ook niet op. Dat maakt het moeilijk. Wat dat betreft ben ik, zoals op zoveel terreinen, heel progressief en wil ik graag de samenleving vooruithelpen.

De heer **De Kort**: Het is in wezen zeer asymmetrisch: als je het goed doet, wil je het graag vertellen. Als je het niet goed doet, wil je graag je mond houden. Als je zaken verplicht stelt, zijn er mensen die het graag vertellen en die zitten dus goed in de markt. Als je het niet vertelt, heb je problemen. Dan ontstaan liquiditeitsproblemen, mensen vertrouwen elkaar niet meer, doen geen zaken meer met elkaar en de ECB moet tientallen tot honderden miljarden in de markt pompen om iedereen weer op weg te helpen. Die asymmetrie heeft dus grote consequenties.

De heer **De Nerée tot Babberich** (CDA): Moeten financiële instellingen niet met de billen bloot? Want geen accountant zal bereid zijn om een goedkeurende verklaring af te geven. Die wil niet aansprakelijk gesteld worden voor hetgeen hij niet gezien heeft en wel had moeten zien.

De heer **Lakeman** (SOBI): De heer De Nerée hoeft zich geen grote zorgen te maken over de accountantgoedkeuringen, want dat komt bij een beursfonds bijna altijd wel voor elkaar. Dat is geen grapje, maar een feitelijke constatering. Sinds een paar jaar is IFRS in zwang, dat is een waarderingstelsel waar willekeur een veel grotere rol in kan spelen dan onder de oude boekhoudmaatstaven

die gebaseerd waren op aankoopbedrag minus systematische afschrijving. Onder de huidige IFRS kun je behoorlijk veel naar eigen inzicht en inzicht van het management waarden zonder dat de accountant daar bezwaren tegen hoeft te maken. Het is jammer voor de gebruikers van de jaarverslagen, maar het is wel de realiteit.

De heer **De Kort**: Vanmorgen werd er gesproken over marktprijzen; sommige prijzen zijn gebaseerd op modellen. Marktprijzen zijn level 1 en prijzen op modellen zijn level 2, die kun je nog een beetje controleren. Heel belangrijk geworden is level 3: accounting. Dat wil zeggen dat je zelf mag zeggen hoeveel het product waard is. Er is geen markt, er is geen model, maar je mag zeggen wat het waard is, dat is formeel toegestaan. De financiële instellingen met heel grote level 3-posities kunnen met een gekleurd oog naar hun eigen waardering kijken. Men kan heel veel resultaat in dat level 3 verstoppen.

De heer **Middelkoop**: Wij denken vaak dat wij in het post-Enron-tijdperk nu eindelijk de cijfers kunnen vertrouwen. Helaas is dat niet het geval. De top-accountant Jules Muis, oud-directeur-generaal Interne accountantsdienst van de Europese Commissie en oud-vicepresident van de Wereldbank, heeft op de NIVRA-accountantsdag in 2004 gezegd: "Accountants hebben geen notitie wat er precies gebeurt in de wereldwijde handel in derivaten. 7 triljoen dollar – toen, nu waarschijnlijk het dubbele – aan transacties bestaande uit uitwisselingen van risico's tussen partijen, waarbij wij eigenlijk niet weten wie wanneer het risico neemt en wie wanneer winst neemt. Als wij niet weten hoe de winstneming op derivaten tot stand komt, lopen wij als accountants een onverantwoord risico. Dat zal ons zwaar opbreken." Hij zegt in feite dat accountants onmogelijk kunnen tekenen voor de juistheid van cijfers als die voor een groot deel voortkomen uit derivatentransacties. Alle topbedrijven uit de AEX of de Dow Jones zijn behangen met derivaten. Het is voor accountants onmogelijk om daarvan de precieze waarde te berekenen. Wat dat betreft valt er nog veel te verbergen en uit te spreiden. Misschien moeten wij er blij mee zijn, want als de waarde van alle producten in één klap duidelijk zou zijn, zouden wij echt een probleem hebben.

De heer **Ruding**: Het is inderdaad waar dat het bepalen van de "fair value" of de "mark to market value", in dit geval de derivaten, heel moeilijk is als er niet een directe bestaande marktwaarde is. Dan krijg je subjectieve waarderingen. Ik ben de eerste om dat grote probleem toe te geven. Uit de kranten blijkt dat bij de grote accountantskantoren wereldwijd er actief overleg gaande is om tot eenzelfde soort benadering te komen voor dit onderwerp. Er zijn vier grote accountantskantoren, dus men hoeft niet de hele wereld af te reizen. Een zwart-wit antwoord is er niet, maar men kan gezamenlijk afspreken om een conservatief of progressief beleid te voeren. Het is natuurlijk niet goed als de een een conservatief beleid voert en de ander een progressief beleid. Natuurlijk hebben bedrijven, in dit geval banken, hun eigen verantwoordelijkheid, maar als de grote accountantskantoren dezelfde lijn aanhouden, is het moeilijk om daarvan af te wijken. Ik hoop dat ze dat lukt. Dan heb je

geen wetgeving meer nodig. Het is een voorbeeld van zelfdiscipline en coördinatie door de bedrijfstak zelf.

De heer **Hoogduin** (Universiteit van Amsterdam): Het is belangrijk dat accountants het zoveel mogelijk op dezelfde manier proberen te benaderen. Dat het moeilijk te waarderen is komt onder andere door de complexiteit van sommige producten. Het heeft veel meer te maken met de onderliggende onzekerheid. Die onzekerheid is bijna een kenmerk van een financiële crisis, waarin het prijzen sowieso heel lastig is. Dat los je niet op via accountants. Dat was mijn punt over transparantie; als je het echt niet weet kun je alleen maar zeggen dat je het echt niet weet.

De **voorzitter**: Ik dank de genodigden heel hartelijk voor hun komst. Volgens mij voldeed dit gesprek absoluut aan de behoeften van de commissie. Het was een boeiende discussie. Ik dank de belangstellenden op de publieke tribune en diegenen die met ons meegeluisterd hebben.

Sluiting: 15.57 uur.