

Vergaderjaar 2007–2008

31 371

Kredietcrisis

Nr. 2

BRIEF VAN MINISTER VAN FINANCIËN

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 27 februari 2008

Sinds de zomer van 2007 heerst onrust op de financiële markten. Uw Kamer heeft aangegeven geïnformeerd te willen worden over de gevolgen hiervan voor het financiële toezicht, de financiële sector en de reële economie in Nederland.

Alvorens hierop in te gaan wil ik twee opmerkingen plaatsten. Ten eerste wordt gezien de grote mate van internationale integratie van financiële markten op dit moment op internationaal en Europees niveau gekeken naar welke lessen er getrokken kunnen worden. Eventuele besluitvorming dient ook op deze niveaus plaats te vinden. De eerste uitkomsten van de verschillende trajecten worden in april van dit jaar verwacht. In deze brief licht ik zo concreet mogelijk toe waar de discussies en het onderzoek zich op richten, zonder op de uitkomsten hiervan vooruit te willen lopen. Ten tweede, marktpartijen hebben bij veel knelpunten die zich nu voordoen zelf een sterke prikkel om tot een oplossing te komen. Het is de taak van de autoriteiten om te zorgen dat de prikkels hierbij op de juiste plek liggen en het toezicht adequaat is. Een goede balans is gewenst. Tevens is het van belang te waken voor een overreactie in de vorm van te rigide additionele regelgeving.

Deze brief bestaat uit drie delen: de gevolgen voor het toezicht, de gevolgen voor de Nederlandse financiële sector en de gevolgen voor de reële economie in Nederland. Bij de gevolgen voor het toezicht ga ik nader in op het raamwerk voor het prudentieel toezicht (Bazel II), transparantie, liquiditeitsrisicobeheer, waardingsstandaarden, het gebruik van kredietbeoordelingen en de integriteit van credit rating agencies.

1. Gevolgen voor het toezicht

Raamwerk prudentieel toezicht

Het op grote schaal verpakken en doorverkopen van vorderingen en afgeleide producten, gecombineerd met een gebrek aan transparantie, heeft ertoe geleid dat professionele marktpartijen moeite hebben met het lokaliseren van risico's en waarden tegen marktwaarde van deze complexe

kredietproducten. Het is belangrijk dat – de veelal professionele – investeerders volledig op de hoogte zijn van de achterliggende risico's van deze producten. Daarom wordt gekeken naar verbeterpunten in het kapitaal-eisenraamwerk onder Basel II. Ideeën hierover concentreren zich op het vergroten van de transparantie, aanpassingen in het securitisatieraamwerk en het actualiseren van principes voor liquiditeitsrisicobeheer. Het is van belang om op te merken dat het nieuwe kapitaalakkoord (Basel II), dat per 1 januari 2008 volledig in werking is getreden, op verschillende punten aanscherpingen bevat ten opzichte van het oude kapitaalakkoord (Basel I).

De derde pijler van het Basel II kapitaalakkoord vereist dat banken bepaalde informatie periodiek openbaar maken. Het verstrekken van informatie aan het publiek, over bijvoorbeeld de samenstelling en toereikendheid van het kapitaal, de gesecuritiseerde posities en de toepassing van risicomangement activiteiten, versterkt de werking van marktdiscipline. De komende tijd, zal worden gezien of verdere verbeteringen noodzakelijk zijn.

Het Basel I bevat geen specifieke bepalingen ten aanzien van gesecuritiseerde posities van banken. Onder Basel II mag een bank gesecuritiseerde posities uitsluitend buiten de berekening van de solvabiliteitseis voor kredietrisico houden, als er daadwerkelijk risico's worden overgedragen en deze overdracht door de toezichthouder wordt erkend. Dit is een verbetering ten opzichte van Basel I.

Het opdrogen van segmenten van de wereldwijde geldmarkt heeft ertoe geleid dat enkele financiële instellingen in de problemen zijn geraakt. Deze problemen werden vooral veroorzaakt doordat korte termijn financiering niet meer opnieuw kon worden aangetrokken. Dit risico – het liquiditeitsrisico – wordt in het solvabiliteitsraamwerk van Basel II beperkt geadresseerd. Het liquiditeitstoezicht wordt uitgeoefend op basis van nationale regelgeving, die per land verschilt. De financiële onrust, en de versterkende rol die het opdrogen van de geldmarkt hierin heeft gespeeld, heeft aangetoond dat meer aandacht voor liquiditeitsbeheer nodig is. In verschillende internationale fora, zoals het Bazels Comité en Committee of European Banking Supervisors (CEBS), wordt nu gewerkt aan een actualisering van de principes voor liquiditeitsrisicobeheer.

Waarderingsgrondslagen

De moeite die marktpartijen hadden om tot een waardering van complexe kredietproducten tegen marktwaarde te komen bracht nog een ander knelpunt naar voren. Onder normale omstandigheden is men onder de huidige financiële rapportage regels (IFRS) verplicht te waarderen tegen marktwaarde. IFRS bevat echter ook uitzonderingsregels voor situaties waarbij een markt illiquide wordt, zodat men toch tot een waardering kan komen (IAS39). Aanpassing van deze regels is niet nodig, wel is duidelijk geworden dat deze regels een nadere toelichting nodig hebben. Hier aan wordt onder het Bazels-comité gewerkt. Het illiquide worden van bepaalde markten ontstond door onvoldoende transparantie over de vraag wie welke verliezen te verwerken zou krijgen. IFRS heeft met ingang van 2007 een standaard uitgevaardigd (IFRS 7) om dit te verbeteren. De effecten hiervan worden in voorjaar 2008 duidelijk.

Credit rating agencies en het gebruik van kredietbeoordelingen

Mede in het licht van de financiële onrust is er discussie ontstaan over het gebruik van kredietbeoordelingen. Er lijkt te veel waarde te zijn gehecht aan de kredietbeoordeling door zowel uitgevers van schuld papier als beleggers zonder dat daarbij, in het geval van de complexe kredietproducten, de onderliggende waarden werden gecontroleerd. Ook geven veel

beleggers hun asset managers een mandaat waarin ze hen enkel toestaan in activa vanaf een bepaalde minimumkredietbeoordeling te investeren. Bij een neerwaartse bijstellingen van kredietbeoordelingen kan dit leiden tot een verkoopgolf omdat de neerwaarts bijgestelde assets uit de portefeuille worden gehaald. Beleggers vertrouwen soms ook (te) sterk op kredietbeoordelingen omdat zij deze beschouwen als een indicatie van alle risico's. Terwijl het risico dat liquiditeit in de markt opdroogt niet wordt meegenomen in de kredietbeoordelingen.

Ten aanzien van het gebruik van kredietbeoordelingen hebben beleggers duidelijk een eigen rol. Beleggers zouden kredietbeoordelingen slechts moeten gebruiken als *input* bij hun afwegingen. Zij moeten niet blind varen op een kredietbeoordeling, maar zij moeten hier wel toe in staat worden gesteld. Credit Rating Agencies (CRA's) moeten daarom meer informatie verstrekken over de beoordelingen en de onzekerheden die horen bij hun werkwijze. CRA's hebben aangekondigd maatregelen te zullen nemen. Ook moet worden opgemerkt dat de prikkel van het reputatierisico voor CRA's mogelijk onvoldoende werkt omdat er te weinig aanbieders zijn.

Ook de integriteit van CRA's staat door de kredietcrisis extra in de belangstelling. Er kunnen zich bij CRA's verschillende risico's voordoen op het gebied van belangenverstremelingen. Ten eerste wordt de CRA betaald door de verkrijger van de kredietbeoordeling, die belang heeft bij een zo gunstig mogelijke beoordeling. Ten tweede ontplooiën CRA's ook andere activiteiten zoals adviesdiensten. Dit risico is bij het beoordelen van complexe kredietproducten mogelijk groter. Hier bestaat een nauwere band tussen de uitgever van het schuld papier en de CRA's dan bij het verstrekken van een kredietbeoordeling van ondernemingen. Door de gelaagdheid en intransparantie van deze complexe kredietproducten vertrouwen beleggers ook meer op kredietbeoordelingen. Dit vergroot de invloed van CRA's op de vraag naar deze producten, terwijl het beoordelen een inkomstenbron voor CRA's is. Ten derde wordt de markt voor kredietbeoordelingen beheerst door slechts drie spelers. Hierdoor is weinig ruimte om te wisselen van CRA en kan de markt mogelijk niet goed functioneren. Ten slotte kunnen er problemen zijn bij de methodologie, de doorlopende controle op de juistheid van de kredietbeoordeling en de wijze waarop CRA's deze uitleggen.

Eventuele belangenverstremeling moet worden tegengegaan door strikte naleving van de IOSCO gedragscode (de wereldwijde organisatie van effectentoezichthouders). Indien blijkt dat de gedragscode tekort schiet, moet deze worden aangescherpt. De IOSCO gedragscode wordt in het algemeen goed toegepast en tot nu toe vonden ook de Europese Commissie en het Comité van Europese Effectentoezichthouders (CESR), aanvullende regelgeving niet nodig.

Vooralsnog ben ik terughoudend ten aanzien van internationaal toezicht op CRA's. Temeer omdat het onder toezicht brengen van CRA's mogelijk met zich brengt dat beleggers nog meer zullen vertrouwen op de kwaliteit van de kredietbeoordelingen. Dit is onwenselijk. Ook leidt toezicht tot een toename van de toetredingsdrempels in de markt terwijl juist meer aanbieders gewenst zijn. Ik wil eigen initiatieven van CRA's, de uitkomsten van de discussies in internationale fora zoals het Bazels Comité en het Financial Stability Forum en de uitkomsten van het meest recente onderzoek van CESR, dat in maart verschijnt, afwachten voor ik een definitief standpunt inneem.

Toezicht in de Europese Unie

De financiële onrust maakt duidelijk dat de convergentie en samenwer-

king op het gebied van financieel toezicht een flinke duw in de rug moeten krijgen. Er is vooruitgang geboekt, maar er is nog een lange weg te gaan. De huidige inrichting van het toezicht kent namelijk een primaire nationale oriëntatie. De afspraken over convergentie van toezicht tussen verschillende toezichthouders op Europees niveau hebben ook een te vrijblijvend karakter. De nationale toezichthouders hebben bijvoorbeeld geen EU-breed mandaat en zouden derhalve geen rekening hoeven te houden met belangen van andere EU lidstaten wanneer zij besluiten nemen over financiële instellingen. Het belang van een Europees mandaat wordt naar mijn mening steeds groter, gelet op de toename in grensoverschrijdende activiteiten en de uitdagingen voor toezicht die daarmee samenhangen. De Ecofin heeft in december afgesproken dat serieus moet worden gekeken naar de mogelijkheid van een Europees mandaat.

Ook de samenwerking tussen toezichthouders is niet van bindende aard. Grensoverschrijdende financiële instellingen hebben bij het reguliere toezicht te maken met meerdere toezichthouders uit verschillende landen. In colleges van toezichthouders zouden de meest relevante toezichthouders bijeen kunnen komen om in goed vertrouwen afspraken te maken. Dit kan het toezicht effectiever en efficiënter maken. Een grensoverschrijdende financiële instelling heeft immers in dat geval maar één aanspreekpunt. De precieze invulling van deze colleges en de wijze waarop afspraken worden gemaakt is echter cruciaal. De noodzaak voor samenwerking tussen toezichthouders en andere autoriteiten is misschien wel het duidelijkst op het gebied van financieel crisismanagement. Slechte samenwerking kan hier tot grote kosten in de sector en de samenleving leiden. Deze samenwerking neemt steeds intensievere vormen aan. Zo worden nog voor de zomer nieuwe afspraken van kracht op het gebied van samenwerking en informatie-uitwisseling bij een financiële crisis.

Een ontwikkeling waarbij colleges of supervisors een centrale rol krijgen in het Europese toezicht is wenselijk. De colleges dienen gemeengoed te worden en dienen heldere en transparante regels te krijgen. Tevens zou de toezichthouder die toezicht houdt op de moeder van een grensoverschrijdende instelling (de «consolidated supervisor») een leidende rol kunnen krijgen en het college kunnen voorzitten.

De institutionele structuur van Lamfalussy is de spil op bovenstaande gebieden, met name de Niveau 3 Comités. Hierin zijn de toezichthouders van de EU verenigd. Ik zie graag een aantal aanpassingen in de institutionele structuur van Lamfalussy om het convergentie proces te stimuleren en te bespoedigen. Zo is Nederland voorstander van het versterken van de juridische status van de Niveau 3 Comités, omdat nu niet officieel naar deze Comités verwezen kan worden in Europese richtlijnen. Daarnaast komen de taken van de Niveau 3 Comités op het gebied van samenwerking en convergentie in het Europees toezicht op dit moment niet geheel overeen met hun wettelijke verantwoordelijkheden. Hier zal ik verandering stimuleren.

2. Gevolgen voor financiële sector in Nederland

De turbulentie op de financiële markten raakt financiële instellingen wereldwijd in de vorm van toegenomen liquiditeitsrisico en afboekingen op subprime-gerelateerde gestructureerde kredietproducten. Een bron van liquiditeitsrisico is dat banken minder gemakkelijk door hen verstrekte leningen kunnen overdragen aan geïnteresseerde beleggers, omdat de betreffende markten niet goed werken. Tegelijkertijd worden ze geconfronteerd met trekkingen op liquiditeitsfaciliteiten door speciale off-balance entiteiten (zoals Conduits en Structured Investment Vehicles) die door de turbulentie zijn geraakt.

De liquiditeitsproblemen kwamen het duidelijkst aan de oppervlakte toen in augustus 2007 de interbancaire geldmarkt vastliep. Door tijdelijke liquiditeitsinjecties en enkele aanpassingen in het geldmarktbeleid zijn centrale banken erin geslaagd acute problemen te voorkomen. Ook Nederlandse banken hebben te maken met verhoogde liquiditeitsspanningen. In het liquiditeitsbeheer bij Nederlandse banken en het prudentiële toezicht door DNB is rekening gehouden met genoemde off-balance exposures. Hiermee onderscheidt Nederland zich positief ten opzichte van andere landen.

De directe subprime-gerelateerde exposures van Nederlandse banken zijn beperkt, zeker in vergelijking met de grote buitenlandse zakenbanken. Niettemin moet ook het Nederlandse bankwezen hier verliezen incasseren: over het derde kwartaal van 2007 is in totaal voor circa EUR 1 miljard aan verliezen gerapporteerd. Afgaande op de eerste rapportages van buitenlandse banken zijn de verliezen de afgelopen maanden opgelopen. De Nederlandse grootbanken zijn bezig met het afsluiten van de jaarrekeningen over 2007 en komen hiermee rond de publicatie van deze brief naar buiten. Gerapporteerde verliezen bij financiële instellingen zijn momentopnamen. Nieuwe marktontwikkelingen kunnen zich vertalen in aanpassingen van geschatte verliezen.

3. Gevolgen voor de reële economie van Nederland

De Nederlandse economie blijkt, ondanks de financiële turbulentie, in volle vaart het jaar 2007 te hebben afgesloten. Het Centraal Bureau van de Statistiek rapporteerde dat in het vierde kwartaal van vorig jaar een recordgroei werd behaald van 4,4 procent (jaar-op-jaar). Het bruto binnenlands product is in het gehele afgelopen jaar met 3,5% toegenomen. Vooral de export was in de tweede helft van vorig jaar de motor van de economische groei. Het handelsoverschot kwam uit op 41,4 miljard euro, het hoogste ooit. De werkloosheid daalde dankzij de uitstekende groei tot 4% van de beroepsbevolking. Het EMU-saldo van de overheid komt in 2007 waarschijnlijk uit op 0,4% BBP. Nederland heeft het vorig jaar een stuk beter gedaan dan andere Europese landen en beschikt dus over een relatief gunstige uitgangspositie om mogelijke effecten van de financiële turbulentie op te vangen.

Het momentum, dat de economie eind vorig jaar bleek te bezitten, heeft ook gevolgen voor het lopende jaar. Statistische effecten (zogenoemde overloopeffecten) zorgen ervoor dat, zelfs als in 2008 de groei van kwartaal op kwartaal minimaal zou zijn, er nog een zeer behoorlijke expansie uit de bus komt. De gunstige cijfers over het laatste kwartaal van 2007 en de gunstige doorwerking in de groei van 2008 waren nog niet verwerkt in de uitgelekte raming van het CPB (die overigens door het CPB niet is bevestigd). Jongste cijfers wijzen op een record aantal vacatures en de omzet in de detailhandel neemt met een gezond tempo toe. De Europese Commissie heeft op 21 februari jl. haar tussentijdse voorspellingen gepubliceerd. Voor Nederland heeft de Europese Commissie de economische groei met 0,3 procentpunt naar boven bijgesteld sinds de voorjaarsvoorspelling van 2,6% naar 2,9% in 2008. Dit is aanmerkelijk hoger dan de uitgelekte CPB raming.

Dit neemt niet weg dat Nederland een bijzonder open economie heeft die gevoelig is voor internationale ontwikkelingen. De export is afhankelijk van de ontwikkelingen op buitenlandse markten. Nu de groei van deze exportmarkten onder andere als gevolg van de financiële turbulentie matigt, mag worden verwacht dat in Nederland zich een groeivertraging kan voordoen. Daarnaast heeft de kredietcrisis geleid tot dalende aandelenkoersen. Hierdoor kunnen de bestedingen van consumenten

dalen. De dalende aandelenkoersen hebben eveneens een drukkend effect op het consumentenvertrouwen. Tot slot kan de kredietcrisis leiden tot een groter bewustzijn van de kosten van risico's. Hierdoor wordt lenen duurder voor bedrijven en consumenten en dat zet een rem op investeringen en consumptieve bestedingen. Op basis van kennis van deze transmissiemechanismen heeft het CPB in de Macro Economische Verkenningen 2008 op basis van een aantal veronderstellingen een onzekerheidsvariant doorgerekend, waaruit blijkt dat de kredietcrisis mogelijk zou kunnen leiden tot een afzwakking van de economische groei in 2008 van 1 procentpunt ten opzichte van de toenmalige BBP-raming. Een soortgelijke exercitie van DNB in het laatste kwartaalbericht van 2007 levert een vergelijkbaar beeld van de mogelijke gevolgen. Tegelijkertijd duiden toenemende personeelstekorten, opgeschroefde looneisen en stijgende inflatie op een mogelijke oververhitting van de Nederlandse economie. Enige afkoeling is daarom zelfs welkom.

Welke effecten de kredietcrisis zal hebben op de Nederlandse economie is dus vooralsnog onduidelijk. Wel is duidelijk dat de uitgangspositie van Nederland gunstig is, zeker in internationaal perspectief. Met een economische groei van 3,5% in 2007, een zeer lage werkloosheid, een begrotingsoverschot in 2007 en verstandige begrotingsregels is de Nederlandse economie weerbaar.

De minister van Financiën,
W. J. Bos