

Financiële crisis; achtergrond

Faas van Heusden Senior economist, Bank Nederlandse Gemeenten

Anderhalf jaar geleden leek de crisis in de subprime hypotheekmarkt louter een Amerikaans probleem. Inmiddels verkeert de wereldeconomie in de ernstigste economische crisis sinds de jaren dertig van de vorige eeuw. Overheden waren genoodzaakt om de solvabiliteitspositie van banken en verzekeraars te versterken. Het financiële systeem is daarmee gered, maar de problemen zijn daarmee nog lang niet voorbij.

Hoe heeft het zover kunnen komen? Voor het antwoord op deze vraag moeten we terug naar het jaar 2000. De koersomslag op de technologiebeurs Nasdaq in maart van dat jaar markeerde het einde van de hausse in de ict-sector. De verwachtingen ten aanzien van nieuwe technologieën bleken te hoog gespannen. Het gevolg was dat door bedrijven in de ict-sector forse bedragen moesten worden afgeschreven op investeringen en de balansen van veel bedrijven verslechterden. Onder invloed van de ict-crisis liep de economische groei in de wereld terug. Een gunstige bijkomstigheid was, dat de inflatie minder sterk was opgelopen dan in voorgaande crisis. Centrale banken hadden daardoor de ruimte om de officiële tarieven aanzienlijk te verlagen, waardoor de markttarieven over de hele linie daalden naar historisch lage niveaus.

Lage rente stimuleerde schuldopbouw

In de Verenigde Staten was de toenmalige regering er veel aan gelegen om een recessie te voorkomen. Naast extra overheidsuitgaven, werden de belastingen aanzienlijk verlaagd. De lage rente verleidde huishoudens tot het aangaan van leningen, zowel voor consumptie als voor investeringen in woningen. Tussen 2000 en 2008 verdubbelde de schuld van Amerikaanse huishoudens. Er kwamen nieuwe hypotheekproducten op de markt - de inmiddels beruchte subprime en alt-a hypotheek - waardoor ook mensen in lagere inkomensgroepen in staat werden gesteld om een eigen woning te kopen. Ook werd een lage instaprente voor een korte periode aangeboden om hypotheeknemers over de streep te trekken. De politiek - zich welbewust van de econo-



en en gevolgen voor de sector

mische betekenis van de woningbouw – speelde hierbij een stimulerende rol.

De innovatie ging echter nog veel verder. Banken bundelden hypotheekleningen en verkochten deze aan zgn. conduits of vehikels. Deze conduits gaven hypotheekobligaties met een relatief hoge rentecoupons uit die op grote schaal werden verkocht aan beleggers die veelal onbekend waren met de Amerikaanse hypotheekmarkt. De securitisaties leverden banken niet alleen provisie-inkomsten op, maar leidde ook tot vermindering van het solvabiliteitsbeslag. Banken konden daardoor hun kredietverlening uitbreiden, waardoor zij meer risico's gingen lopen. De leverage ratio – de verhouding tussen het balanstotaal en het eigen vermogen – van deze banken nam toe. Een riant variabel beloningssysteem stimuleerde het nemen van extra risico's. De kredietrisico's op hypotheekobligaties en andere asset-backed securities konden worden afgedekt met behulp van derivaten (zgn. credit default swaps). Toezichhouders onderschatten de risico's van deze ontwikkelingen en grepen niet in.

Dankzij de 'consumptieboom' raakte de Amerikaanse economie uit de recessie. De keerzijde hiervan was dat het toch al aanzienlijke tekort op de lopende rekening verder opliep. De oplopende schulden werden vooral gefinancierd door Aziatische landen (mn. China). Deze landen boekten dankzij een relatief lage vaste wisselkoers grote overschotten in de buitenlandse handel wat resulteerde in een forse toename van de deviezenreserves. Deze werden voor een belangrijk deel belegd in Amerikaans staatspapier.

De lopende rekening in de eurozone als geheel bleef in de achterliggende jaren ongeveer in evenwicht. Dit neemt niet weg, dat de lage rente ook hier de opbouw van schulden stimuleerde. De schuld van huishoudens in de eurozone steeg sinds 2000 met 70 %. De ontwikkeling van de woningbouw liep van land tot land uiteen. In Spanje en Ierland nam de woningbouw echter een grotere vlucht dan in de Verenigde Staten. De tekorten op de lopende rekening van sommige eurolanden stegen tot niveaus die waarschijnlijk onhoudbaar zouden zijn geweest indien deze landen nog hun eigen munt hadden gehad.

Hoe ging het mis?

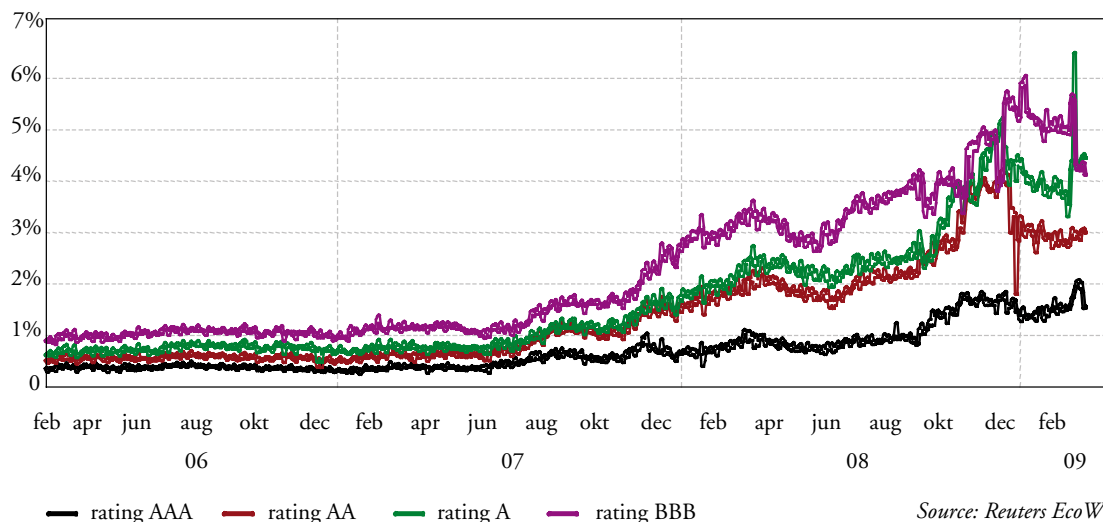
Doordat de rente op staatsleningen laag bleef en de aandelenkoersen tot het voorjaar van 2003 daalden, waren beleggers naarstig op zoek naar alternatieve beleggingsmogelijkheden. In hun zoektocht naar extra rendement ('search for yield') namen beleggers steeds meer risico's. Niet alleen hypotheekobligaties en andere asset-backed securities, maar ook grondstoffen, private equity en aandelen van opkomende landen waren in trek. De renteversillen tussen risicovolle effecten en staatsleningen namen af tot historisch lage niveaus.

Vanaf juni 2004 begon de Fed, later gevolgd door andere centrale banken, het monetaire beleid geleidelijk te verkrappen. Door de oplopende rente en de geleidelijk afnemende economische groei kwam er in 2006 een einde aan de hausse op de Amerikaanse woningmarkt. De huizenprijzen begonnen te dalen. Doordat veel hypotheekleningen tegen een lage instaprente voor de eerste twee jaar waren afgesloten, leidden renteaanpassingen tot forse stijging van de lasten, waardoor steeds meer huishoudens in betalingsproblemen kwamen, eerst in de subprime sector en vervolgens ook in andere segmenten van de hypotheekmarkt. De huizenprijzen kwamen daardoor verder onder druk. In het najaar 2007 meldten de eerste banken verliezen op hypotheekportefeuilles en daaraan gerelateerde beleggingsproducten. Doordat de hypotheekobligaties voor een aanzienlijk deel in handen waren gekomen van buitenlandse beleggers sloeg de crisis razendsnel over naar andere landen. Wereldwijd nam de interesse voor alle risicovolle beleggingen af, waardoor deze scherp in koers daalden. De credit spreads schoten als gevolg van de toegenomen risico-aversie omhoog (zie grafiek).

Overheden schieten te hulp

Banken waren genooddaakt om hun solvabiliteit te versterken teneinde het vertrouwen van de markten te behouden. De banken waren aanvankelijk nog zelf in staat om kapitaal aan te trekken van private beleggers en sovereign wealth funds (staatsfondsen). In het najaar van

Credit spreads Amerikaanse bedrijfsleningen 5 jaar



Maatregelen overheden ter bestrijding financiële crisis (bedragen in mld. nationale valuta)

	Budgettaire stimulering		Financiële sector			
	mld	% bbp	solvabiliteitssteun		garanties	
	mld	% bbp	mld	% bbp	mld	% bbp
Verenigde Staten	685	4,8	250	2,1	700	6
Groot-Brittannië	24	1,5	37	3,0	400	31
Duitsland	81	3,3	80	3,5	500	22
Frankrijk	26	1,3	40	2,4	360	22
Nederland	6	1,0	37	3,5	200	35

2008 verslechterde de situatie evenwel drastisch. Door de aanhoudende crisis in de woningbouw kwamen Freddie Mac en Fannie Mae, de twee grootste Amerikaanse hypotheekbanken in dussdanige problemen dat de overheid te hulp moest schieten. Ook de grootste verzekeraar ter wereld, American International Group (AIG), kreeg financiële steun. De federale overheid was echter niet bereid om Lehman Brothers te redden. Het vertrouwen in de banken en het financiële systeem als geheel kwam door de ondergang van de Amerikaanse zakenbank zwaar onder druk te staan. De liquiditeit in vrijwel alle financiële markten nam fors af.

Nationale overheden werden gedwongen om banken en verzekeraars te hulp te schieten (zie onderstaande tabel). Een faillissement van een of meer financiële instellingen kon men zich vanwege de zeer ernstige economische en maatschappelijke repercussies niet permitteren. In de eerste plaats werden de garantiebedragen op spaartegoeden voor een periode een jaar opgetrokken naar EUR 100.000 voor elke rekening van een bank. Ten tweede besloten nationale

overheden tot participaties in het eigen vermogen ter versterking van de solvabiliteit. In sommige gevallen (waaronder Fortis en ABN Amro) zag de overheid geen andere weg dan de instelling geheel te nationaliseren. In de derde plaats werden garantieregelingen voor bankleningen ingevoerd, waarbij banken tegen een bepaalde renteopslag onder garantie van de overheid leningen kon uitgeven. Met deze garantieregeling zijn forse bedragen gemoeid, die overigens tenzij in geval van faillissement niet behoeven te worden uitbetaald. Tenslotte zijn overheden in een aantal landen ertoe overgegaan om hypotheekportefeuilles en andere activa te garanderen. Centrale banken besloten tot een verdere verruiming van het monetaire beleid door het verlagen van de rente en het onbeperkt verstrekken van extra liquiditeiten.

Bij het overheidsingrijpen kunnen overigens wel enkele kanttekeningen worden geplaatst. Door gebrek aan internationale coördinatie lopen de maatregelen van land tot land uiteen, waardoor concurrentievervalsingen optreden. Door het

lenen onder garantie van overheden is een nieuwe 'asset class' ontstaan. Dat is nadelig voor de interesse van beleggers voor leningen van banken met een hoge rating die geen beroep op de garantieregeling behoeven te doen.

Situatie blijft zorgelijk

De turbulente financiële ontwikkelingen misten hun uitwerking op de wereldeconomie niet. Het vertrouwen van consumenten en producenten is in de voorbije maanden afgenomen naar lage niveaus. De bedrijvigheid zal voor het eerst sinds de Tweede Wereldoorlog in de Verenigde Staten, Japan en Europa in 2009 krimpen. In navolging van de Amerikaanse regering nemen ook regeringen in andere landen maatregelen om de economie te stimuleren (zie tabel). De begrotingstekorten lopen daardoor in 2009 en 2010 in een snel tempo op.

Als gevolg van de economische recessie krijgen banken dit jaar te maken met afboekingen op hun eigen kredietportefeuilles. Deze komen bovenop de marktwaardeverliezen op Amerikaanse leningen en asset-backed securities. Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) verwacht, dat deze verliezen zullen uitkomen op USD 2.200 mld. In oktober werd nog uitgegaan van USD 1.400 mld. De banken zullen tenminste nog USD 500 mld. aan extra kapitaal nodig hebben. Het is waarschijnlijk, dat de overheden in 2009 opnieuw zullen moeten bijspringen.¹

Mede gelet op deze prognoses blijft de situatie in de financiële sector zorgen. Banken vertrouwen elkaar nog steeds niet en lenen behalve voor zeer korte termijn niet aan elkaar. Overtollige liquiditeiten worden tegen een lage rente gestald bij de ECB, die deze gelden weer uitleent aan banken met liquiditeitstekorten. De ECB heeft daarmee feitelijk de rol van de geldmarkt voor een groot deel overgenomen. De lange fundingsituatie is voor veel banken in de afgelopen maanden ongunstiger geworden. Het aantrekken van gelden van particulieren is duur. Door een gebrek aan vertrouwen van beleggers zijn veel banken nog steeds niet in staat op eigen naam en tegen acceptabele tarieven leningen op te nemen. Steeds meer instellingen waren daardoor genoodzaakt om onder overheidsgarantie leningen uit te geven. In Nederland hebben o.m. ING en SNS Reaal dat gedaan. De BNG is – evenals de NWB – nog wel in staat om eigen kracht leningen uit te geven. De BNG heeft vanwege haar hoge kredietwaardigheid een AAA-rating. Onder invloed van de veranderde marktomstandigheden zijn de fundingprijzen ook voor BNG echter opgelopen. Bedrijven buiten de financiële sector hebben zij het tegen relatief hoge tarieven nog wel toegang tot de kapitaalmarkt.

Tenslotte

Mede door de ruime beschikbaarheid van krediet tegen lage tarieven was de afgelopen jaren sprake van een aanzienlijke stijging van de welvaart. De financiële crisis heeft een abrupt einde aan deze ontwikkeling gemaakt. Banken zijn risicomijdender geworden en zullen minder gemakkelijk krediet gaan verlenen. De prioriteit van banken ligt bij het opschonen van hun balansen. Overheden zullen nog meer steun aan de financiële sector moeten verlenen. De begrotingstekorten lopen mede door de aankondigde stimuleringsmaatregelen op. Op termijn zullen overheden moeten bezuinigen om de financiën weer op orde te brengen. De economische groei zal de komende jaren naar verwachting lager uitvallen dan we in het recente verleden gewend waren.

Op langere termijn zullen maatregelen moeten worden getroffen om een soortgelijke crisis in de toekomst te voorkomen. De financiële regelgeving zal moeten worden aangepast. De huidige kapitaaleisen, bekend onder de naam Basel 2, werken procyclisch. Om deze reden wordt ervoor gepleit om banken in goede tijden te verplichten om meer voorzieningen aan te houden, zoals in Spanje het geval is. De mogelijkheden tot securitisatie zijn daar eveneens beperkter dan elders.² Voorts wordt gedacht aan de invoering van een minimum leverage ratio, zoals in de Verenigde Staten al geldt. Daar zal het echter niet bij blijven. In officiële commentaren wordt het ontstaan van de crisis in verband gebracht met de schaalvergroting en diversificatie die de afgelopen decennia in de sector heeft plaatsgevonden. Dat kan betekenen, dat financiële instellingen door nationale overheden dan wel de Europese Commissie gedwongen worden om bedrijfsonderdelen af te stoten. Daarbij wordt gedacht aan de opsplitsing van banken in zakenbanken die meer risicovolle activiteiten ontplooiën en commerciële banken die zich bezighouden met traditionele bancaire activiteiten. Tenslotte is er aanleiding het gevoerde monetaire beleid kritisch te bezien. In discussies wordt niet voor het eerst gepleit voor een grotere rol van activaprijzen in het monetaire beleid. Dat zou ertoe kunnen leiden, dat de rente in tijden van economische voorspoed sneller wordt verhoogd dan in het verleden zou zijn gebeurd.

Noot:

- 1 IMF, Global Financial Stability Report, market update, January 2009.
- 2 'Spaans toezicht lichtend voorbeeld voor nieuwe kapitaal-eis aan banken', Het Financieel Dagblad, 23 maart 2009, blz. 5.