

**Rabobank**

De kredietcrisis woedt voort

Problemen in het subprime-segment van de Amerikaanse huizenmarkt leidden in augustus vorig jaar tot wereldwijde onrust op de financiële markten. De afgelopen maanden kreeg de kredietcrisis een steeds grimmiger karakter. Centrale banken en overheden hebben inmiddels alle registers opengetrokken om een systeemcrisis te voorkomen. Toch is het einde van de kredietcrisis nog niet in zicht. Pijnlijke aanpassingen in de financiële sector zijn het gevolg van een jarenlange periode van uitbundige schuldopbouw en hoge risicotolerantie. De nadelige gevolgen voor de reële economie blijven niet uit.

Kredietcrisis: van kwaad tot erger

Aan jaren van lage krediet- en liquiditeitsrisico-premies, geringe volatiliteit op de financiële markten en gunstige marktomstandigheden voor financiële instellingen kwam in de zomer van 2007 een einde, toen hoger dan verwachte wanbetalingen op *subprime*-hypotheekleningen in de Verenigde Staten een turbulente periode op de mondiale krediet- en geldmarkten inluiden.¹ Als gevolg van de opgelopen rentevoeten en een afkoelende huizenmarkt in de Verenigde Staten waren minder kredietwaardige huishoudens niet langer in staat hun hypotheeklasten te betalen. Aan deze groep zijn in de afgelopen jaren te gemakkelijk hypotheekleningen verstrekt, tegen zeer lage rentetarieven (*teaser rates*) die na verloop van tijd werden opgetrokken. Dit werd deels gedreven door de mogelijkheid voor banken om het kredietrisico op risicovolle hypotheekleningen door te verkopen aan andere marktpartijen. Oplopende betalingsachterstanden hebben geleid tot massale afwaardering van de kredietproducten waarin *subprime*-hypotheekleningen waren opgenomen. Het vertrouwen van beleggers in deze

kredietproducten en de daaraan gebonden ratings werd aangetast, waardoor de risicopremies stegen en de vraag naar deze producten fors terugliep. Door de twijfels rond de reële waarde en de risico's van deze producten liepen de kredietmarkten vervolgens zo goed als vast. Bovendien werden steeds meer marktpartijen gedwongen hun schuldposities af te bouwen, wat in veel gevallen leidde tot een sterke neerwaartse prijsdruk.

Het idee dat de problemen op de Amerikaanse *subprime*-hypotheekmarkt verstrekende gevolgen zouden krijgen, ontstond toen twee grote hedge funds van de Amerikaanse zakenbank Bear Stearns omvielen. De onrust sloeg niet lang daarna over op de interbancaire geldmarkt. De door de banken opgezette speciale beleggingsvehikels met de kredietproducten werden geconfronteerd met acute financieringsproblemen. Enerzijds gingen banken massaal op zoek naar liquiditeit omdat zij deze beleggingsvehikels met kredietlijnen te hulp moesten schieten. Anderzijds werden banken door de toegenomen onzekerheid over de omvang van de verliezen, terughoudender met het onderling geld uitlenen op de geldmarkt. Dit leidde tot gebrek aan vertrouwen, waardoor begin augustus vorig jaar de rentes in de interbancaire geldmarkt fors opliepen en de liquiditeit in bijna alle looptijdsegmenten langer dan enkele dagen opdroogde.

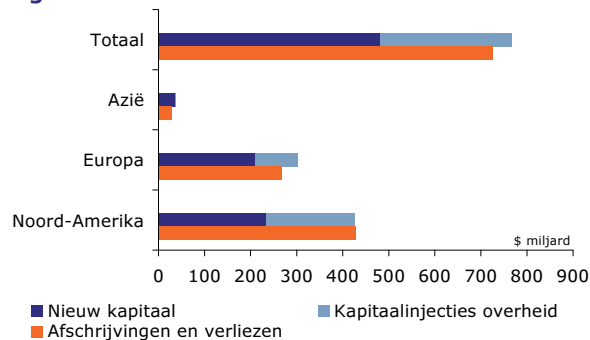
Aangezien de Amerikaanse *subprime*-hypotheekleningen voor tweederde op de mondiale kapitaalmarkt werden gefinancierd, waren de risicovolle investeringen wereldwijd over het financiële systeem gespreid. Dit leidde tot verliezen bij banken in de Verenigde Staten, Europa en andere delen van de wereld. Het waren echter niet alleen banken die geraakt werden door de kredietcrisis, maar ook obligatieverzekeraars (*monoliners*). Veel banken en andere marktpartijen hadden hun krediet-

¹ De KEO-studie 'De *subprime* kredietcrisis' uit april 2008 geeft een uitgebreide beschrijving van het ontstaan van de huidige kredietcrisis. Zie: www.rabobankgroep.nl/kennisbank

risico bij deze monoliners verzekerd. Omdat deze instellingen gebruik maken van forse schuldhefboomwerking, hadden zij weinig buffers om de *subprime*-verliezen op te vangen. Dit leidde in het voorjaar tot forse koersdalingen van de obligatieverzekeraars en verlies aan kredietwaardigheid. Daarmee daalde ook de kredietwaardigheid van de door de *monoliners* gegarandeerde obligaties. De problemen bij de *monoliners* versterkten nog eens de onrust op de financiële markten.

Banken hebben wereldwijd sinds het begin van de financiële crisis voor \$726 miljard aan verliezen moeten afboeken, waardoor hun solvabiliteitspositie onder druk kwam te staan. Mede door de aanhoudende verliezen is het sentiment op de financiële markten in de laatste maanden alleen maar volatieler en erg onzeker geworden. De val van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers afgelopen september maakte duidelijk dat de ingrijpende problemen zich makkelijk konden verspreiden naar andere financiële instellingen. Dit zorgde voor een nieuwe golf van paniek op de financiële markten.

Figuur 1: Forse verliezen financiële sector



Bron: Bloomberg

Inmiddels hebben banken \$773 miljard aan nieuw kapitaal aangetrokken, waarvan \$286 miljard door overheden verstrekt. Met name Europese banken zijn, met behulp van directe kapitaalsteun van de overheid, erin geslaagd meer kapitaal aan te trekken dan er verliezen zijn geleden (figuur 1). Het IMF gaat in zijn laatste prognose uit van een totaal verlies voor het bankwezen van \$725-\$820 miljard.

Voorlopig is de rust nog niet teruggekeerd op de financiële markten. De risicopremies voor kredietproducten zijn nog altijd te hoog en diverse markten hebben nog steeds te maken met gebrekkige liquiditeit. Dit geldt in het bijzonder voor de interbancaire geldmarkt, waar het 3-maands Europese interbancaire geldmarkttarief nog altijd fors hoger ligt dan de ECB-beleidsrente.² Ook zijn banken voor hun korte financieringen voor een belangrijk deel afhankelijk van de kredietfaciliteiten van centrale banken.

Box 1: De kredietcrisis: een déjà vu?

De huidige financiële marktontwikkelingen kunnen worden gezien als een correctie na een jarenlange periode van excessieve schuldopbouw en een te hoge risicotolerantie. Een vergelijking met de Grote Depressie in 1929 is in de afgelopen tijd vaak getrokken. Maar in hoeverre gaat een vergelijking met eerdere crises op? In zijn beroemde klassieker *Anna Karenina* schrijft Tolstoy "Every happy family is alike, but every unhappy family is unhappy in their own way". We kunnen stellen dat dit ook voor financiële crises geldt. Hoewel elke crisis anders is, valt een aantal parallellen te trekken. De meeste crises hebben gemeen dat ze worden voorafgegaan door een periode met een forse kredietverlening, die veelal samenhangt met deregulering en innovatie in de financiële sector. De ervaring met eerdere crises leert dat een periode van excessieve kredietgroei wordt gevolgd door een correctie die enkele jaren kan duren. Wat de huidige kredietcrisis echter onderscheidt van andere crises is het optreden van de nationale autoriteiten. Zo liet het overheidsoptreden tijdens de Grote Depressie te lang op zich wachten, waardoor de problemen verergerden en de crisis uiteindelijk uitgroeide in een jarenlange economische malaise. In plaats van een gecoördineerd optreden, reageerden veel landen toentertijd met protectionistische

² Volgens DNB bedroeg dit verschil vóór de kredietcrisis circa 10 basispunten en was het bovendien heel stabiel.

handelsmaatregelen.³ Hoewel een ultiem reddingsplan voor de huidige kredietcrisis nog niet gevonden is, lijken de recente overheidsingrepen hun vruchten af te werpen.

Wereldwijde recessie een feit

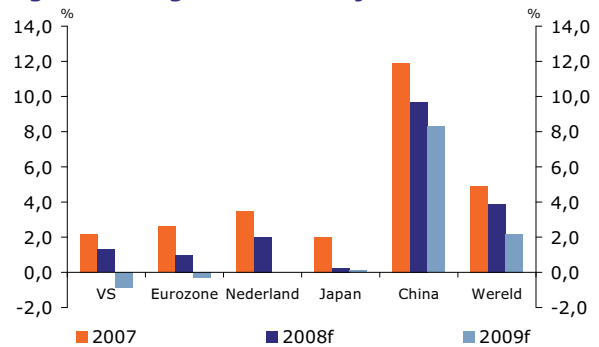
Inmiddels worden ook de gevolgen van de financiële crisis voor de reële economie pijnlijk duidelijk. De vier grote economieën, de Verenigde Staten, de Eurozone, het Verenigd Koninkrijk en Japan, zijn voor het eerst sinds medio jaren '70 tegelijk in een recessie beland (figuur 2). De mening dat de opkomende landen het stokje van de Westerse economieën zullen overnemen, blijkt vooralsnog ijdele hoop. Voorlopig is er nog geen licht aan het einde van de tunnel. Verder dalende huizenprijzen in met name de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, afnemende gezinsbestedingen, afgeblazen investeringsplannen en oplopende werkloosheid wijzen erop dat de huidige economische malaise nog geruime tijd zal aanhouden. Voor volgend jaar is de verwachting dat Westerse economieën te maken zullen krijgen met een krimp van de economische activiteit. Pas in 2010 voorzien wij een beperkt herstel van de wereld economie. De financiële onrust beïnvloedt op verschillende manieren de economie. Diverse Europese en Amerikaanse banken hebben hun kredietvoorwaarden aangescherpt, waardoor het duurder wordt om consumptie en investeringen met geleend geld te financieren. Daarnaast zijn gedaald vertrouwen en vermogensverliezen voor huishoudens reden om hun bestedingen uit te stellen en meer te sparen.

Het verzwakte internationale economische klimaat laat ook de open Nederlandse economie niet ongemoeid. De dalende orderontvangst in de industrie wijzen op sterk afnemende afzetmogelijkheden in het buitenland, wat nadelige gevolgen heeft voor onze export en daarmee voor de economische groei in ons land. Daarnaast zijn de vooruitzichten

³ DNB 'Één jaar kredietcrisis in perspectief', kwartaalbericht september 2008

voor de consument evenmin rooskleurig. Het consumentenvertrouwen is dramatisch gedaald vergeleken met zo'n jaar geleden en we verwachten dat het sentiment in de komende tijd nog verder zal verslechteren als de economische groei inzakt en de arbeidsmarktsituatie verslechtert. Door het lage vertrouwen zal de consument de hand op de knip houden. Als binnen- en buitenlandse afzetperspectieven verslechteren is het niet verrassend dat de investeringen ook onder druk komen te staan in het komende jaar. Na een voorziene economische groei van 2% voor dit jaar, is onze verwachting dat de Nederlandse economie komend jaar niet zal groeien.⁴

Figuur 2: De groei wereldwijd onderuit



Bron: Rabobank

Overheidsingrepen om erger te voorkomen

In reactie op de toegenomen turbulentie op de financiële markten hebben autoriteiten wereldwijd alle registers opengetrokken om de financiële sector te behoeden voor een systeemcrisis. Zo hebben centrale banken op grote schaal banken van extra liquiditeit voorzien en nieuwe leenfaciliteiten in het leven geroepen. Daarnaast hebben de lidstaten van de Europese Unie afgesproken om financiële instellingen te ondersteunen door herkapitalisatie en garantiestelling van interbancaire leningen.⁵ Dit was een vervolg op

⁴ Omdat groeiramingen met ongekend grote onzekerheden zijn omgeven, zijn in de KEO-scenario-studie 'A tale of three cycles' uit december 2008 drie scenario's verkend voor de periode 2010-2014. Zie: www.rabobankgroep.nl/kennisbank

⁵ Het Themabericht 'Een (in)greep uit de staatskas?'

een periode waarin een aantal financiële instellingen in Europa en Amerika werd genationaliseerd. De Amerikaanse autoriteiten hebben, bovenop het eerder aangekondigde reddingsplan van \$700 miljard, twee nieuwe leenfaciliteiten in het leven geroepen ter waarde van \$800 miljard, met als doel het verbeteren van krediet-mogelijkheden voor particulieren.

Naast de zware inspanningen om het financiële stelsel overeind te houden, richten de overheden zich recent steeds meer op de ondersteuning van de reële economie. Terwijl centrale banken wereldwijd hun officiële rentetarieven sterk verlaagden, wordt door de nationale overheden gewerkt aan aanvullende maatregelen ter ondersteuning van de economie. De lidstaten van de Europese Unie hebben afgesproken in de komende twee jaar €170 miljard uit te trekken via extra overheidsuitgaven of belastingverlagingen om de economie te stimuleren. Bovenop de nationale steunpakketten, die nog ingevuld moeten worden, wordt nog eens €30 miljard uit het EU-budget door de Europese Investeringsbank geïnvesteerd in de Europese economie. Nederland, Duitsland, Spanje en Italië hebben al maatregelen aangekondigd, de rest van de landen volgt zeer waarschijnlijk. Ook in de Verenigde Staten zijn plannen om in de komende twee jaar grote investeringen in onder andere infrastructuur te doen om zo de economie een stevige impuls te geven. Deze aanvullende maatregelen zullen de recessie niet voorkomen, maar zijn bedoeld om verdere verdieping van de economische malaise te vermijden. De gedachte hierachter is dat lage rentes en toenemende overheidsinvesteringen tegenwicht moeten bieden aan de ingezakte investeringen en bestedingen in de private sector. Maar het overheidsingrijpen is niet zonder risico's. Soepel monetair beleid leidt op termijn tot opwaartse inflatierisico's, terwijl de

financiering van de overheidsuitgaven kapitaal onttrekt aan de private sector (*crowding out*). Bovendien wordt het begrotingsbeleid niet gevoerd met als doel om conjuncturele schommelingen te corrigeren.⁶ Indien een overheid alsnog actief ingrijpt dan moet ze rekening houden met het feit dat het moment waarop de economie vertraagt van tevoren lastig in te schatten is en er vertraging zit tussen het uitwerken van beleidsmaatregelen en het effect ervan op de economie. Hierdoor bestaat de kans dat steunmaatregelen ineffectief en pro-cyclisch uitpakken. Ook is de vraag of overheden hun uitgaven goedkoop kunnen blijven financieren in de toekomst, vooral als de economie weer herstelt en de vraag naar overheidspapier daalt.

Tot besluit

De kredietcrisis duurt nu anderhalf jaar en inmiddels is duidelijk geworden dat de crisis en de gevolgen ervan voor de reële economie erger zijn dan oorspronkelijk werd verwacht. Zelfs als de situatie op de financiële markten zich met behulp van drastische overheidsingrepen herstelt, moet het ergste voor de reële economie nog komen. Naarmate de wereldeconomie verder afglijdt naar een recessie, komen steeds meer overheden met aanvullende steunmaatregelen om hun economieën draaiende te houden.

december 2008

Danijela Piljic (030 - 2131104)

D.Piljic@rn.rabobank.nl

www.rabobankgroep.nl/kennisbank

(2008/25) beschrijft uitvoerig verschillende maatregelen die centrale banken en overheden hebben genomen.

⁶ Doordat de belastinginkomsten en sommige overheidsuitgaven, zoals uitgaven aan werkloosheidsuitkeringen, automatisch meedemen met de conjuncturele ontwikkelingen, heeft de begroting al een stabiliserende werking op de economie, zonder dat actief overheidsingrijpen nodig is.