



**Rabobank**

## Kredietcrisis: The sequel

Een jaar na het begin van de kredietcrisis is De Nederlandsche Bank (DNB) nog altijd somber over de mondiale condities voor financiële stabiliteit. Dat schrijft zij in september in haar jongste *Overzicht Financiële Stabiliteit in Nederland (OFS)*. In deze halfjaarlijkse publicatie schetst DNB de ontwikkelingen die mogelijk van invloed kunnen zijn op de financiële stabiliteit in Nederland. Ruim een jaar na het uitbarsten van de crisis op de financiële markten is de situatie nog steeds 'kwetsbaar'. Hoe kwetsbaar kon DNB toen nog niet voorzien. Kort na het verschijnen van het OFS sloeg de onrust op de financiële markten om in een ernstige financiële crisis 'waarvan de gevolgen doordringen tot de reële economie' (DNB Kwartaalbericht december 2008). Maar er gloort licht aan het einde van de tunnel: officiële autoriteiten en de private sector hebben volgens DNB daadkrachtig op de situatie gereageerd. Die conclusie uit het OFS van september is vandaag –na het krachtige ingrijpen door overheden en centrale banken in de laatste maanden van 2008– nog altijd actueel. Bovendien zijn er van alle kanten aanbevelingen gedaan om het financiële stelsel robuuster te maken. Als de instellingen er in slagen om de beleidsvoorstellen in de komende maanden ook daadwerkelijk te implementeren, kan het vooruitzicht op een sterker financieel systeem zorgen voor vertrouwensherstel op de financiële markten, schrijft DNB.

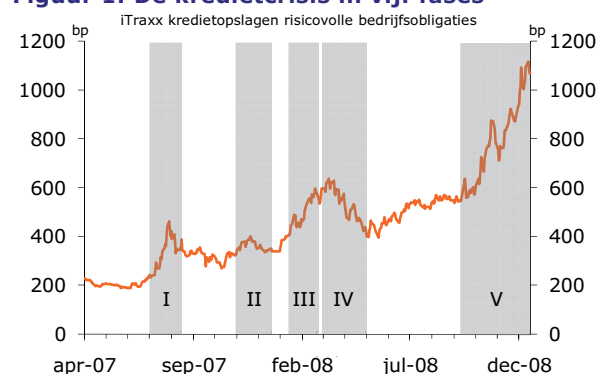
### Kronieken van de kredietcrisis

De financiële crisis die in de zomer van 2007 begon raakt verschillende onderdelen van het financiële stelsel. Het ging bovendien van kwaad tot erger. De kredietcrisis heeft daarmee wel wat weg van een slechte B-film die steeds een onverwacht of zelfs onwaarschijnlijk vervolg krijgt. 'Kijkt' u naar wat vooraf ging.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Zie het Themabericht 'De kredietcrisis woedt voort' (2008/26) voor een uitgebreide toelichting op het verloop van de kredietcrisis in de afgelopen

De problemen begonnen op de Amerikaanse subprime-hypotheekmarkt. Veel Amerikaanse huishoudens met een verminderde kredietwaardigheid kwamen in de betalingsproblemen als gevolg van de stijgende rente. Markten voor gestructureerde kredietproducten –met de getroffen hypotheek als onderpand– kwamen nagenoeg tot stilstand. De financieringsproblemen die daardoor ontstonden bij onder andere *special investment vehicles (SIV's)* zorgden bovendien voor toenemende spanning op de geldmarkt. De kredietcrisis was geboren. Deze ging bovendien al snel een nieuwe fase in toen banken grote verliezen moesten nemen op subprime-beleggingen in de vorm van *asset backed commercial paper (ABCP)* en *collateralised debt obligations (CDOs)*. Even werd nog gedacht dat na forse afwaarderingen op beleggingsportefeuilles het ergste achter de rug was. Er werd zelfs gespeculeerd over het einde van de crisis. Als gevolg van nieuwe tegenvallers in het tweede kwartaal van 2008 groeide echter het onderlinge wantrouwen en waren banken nauwelijks nog bereid om elkaar geld te lenen. Centrale banken moesten opnieuw fors ingrijpen om te voorkomen dat de interbancaire geldmarkt zou opdrogen.

**Figuur 1: De kredietcrisis in vijf fases**



Bron: Bloomberg

Een derde fase brak aan toen naast banken ook de zogenaamde *monoline* verzekeraars

maanden.

(obligatieverzekeraars) getroffen werden door de kredietcrisis. Daardoor dreigde een nieuwe golf van afschrijvingen. Inmiddels werd ook duidelijk dat de reële economie in Amerika nadeel ondervond van de onrust op de financiële markten. Toenemende betalingsproblemen bij Alt-A hypotheek (beter dan *subprime*, maar nog altijd van mindere kwaliteit dan *prime* hypotheek) deden vrezers voor nieuwe afschrijvingen op beleggingen in hypotheek en andere kredietproducten, zoals creditcardleningen en autoleningen. De miljardenafschrijvingen bij banken en het opdrogen van een aantal markten voor complexe financiële producten leidde onvermijdelijk tot grote problemen bij een aantal (zaken)banken. Hiermee is een vierde fase aangebroken in de crisis. Afgezien van het faillissement van een aantal regionale (hypotheek)banken wisten de banken tot dan toe het hoofd boven water te houden. De reddingsoperatie bij Bear Stearns kondigde echter het begin van een nieuwe fase aan. Freddie Mac en Fannie May samen goed voor ongeveer de helft van de uitstaande Amerikaanse hypotheekschuld, kregen noodgedwongen steun van de Amerikaanse overheid, net als verzekeraar AIG. De daadwerkelijke omslag naar een heuse financiële crisis kwam echter pas na het faillissement van Lehman Brothers. De val van de Amerikaanse zakenbank zond een schokgolf door het financiële systeem, die zelfs in de kern gezonde banken deed wankelen door een 'opeenstapeling van wantrouwen, afwaarderingen en fundingproblemen' (DNB Kwartaalbericht december 2008). Net als in de VS moesten Europese overheden ingrijpen om een systeemcrisis te voorkomen.<sup>2</sup>

### **Buitengewone omstandigheden, ongekende maatregelen**

In een aantal gevallen konden de overheidsmaatregelen een onhoudbare situatie bij banken echter niet voorkomen. In die gevallen

restte geen andere optie dan nationalisatie. Dit was in 2007 al het geval bij de Britse hypotheekbank Northern Rock en meer recent bij Fortis Bank Nederland (inclusief ABN AMRO). Volgens DNB zijn de maatregelen 'ongekend, maar ook essentieel om de crisis te beteugelen en negatieve gevolgen voor de reële economie te beperken' (DNB Kwartaalbericht december 2008). Hoewel, ongekend? DNB telde dat in ruim de helft van 42 bankencrisis wereldwijd, overheden minimaal één bank in problemen hebben overgenomen. Staatsdeelname is daarmee niet ongebruikelijk, maar volgens DNB wel een uiterste remedie. Dat laatste is overigens nog maar de vraag. Want nationalisatie is niet per definitie de oplossing voor een bank in problemen. Volgens DNB zijn er enkele randvoorwaarden die het succes van een banknationalisatie bepalen. 'Deze hebben betrekking op de strategie van de bank, de balans tussen publiek en privaat belang, het bestuur van de bank, de communicatie van de strategie en het behoud van gezonde concurrentie in de bancaire sector.' Bovendien moet de bank binnen afzienbare tijd weer worden geherprivatiseerd. Volgens DNB is het daarnaast van essentieel belang dat de overheid op afstand blijft van het dagelijkse bestuur van de overgenomen bank. Zo heeft de staat in Noorwegen in de jaren negentig gepaste afstand bewaard tot het dagelijkse bestuur van genationaliseerde banken, ondanks een langere periode van staatseigendom, schrijft DNB.<sup>3</sup>

### **Financiële crises zijn van alle tijden**

Ook op andere vlakken is een vergelijking met eerdere bankencrisis mogelijk. Zo vergelijkt DNB de huidige kredietcrisis met de bankencrisis in Japan (1991), Zweden (1991), de VS (1929, grote depressie; 1984, *savings* en *loan* crisis) en Spanje (1978). Uit die vergelijking komt een aantal hoofdkenmerken naar voren die worden gedeeld door de meeste bankencrisis, zoals een snelle kredietgroei in de aan-

<sup>2</sup> Zie het Themabericht 'Een (in)greep uit de staatskas?' (2008/25) voor een toelichting op het ingrijpen door overheden en centrale banken.

<sup>3</sup> Het Themabericht 'On the Rocks' (2008/15) gaat in op de banknationalisaties in Scandinavië in de jaren negentig.

loop naar de crisis. DNB constateert dat de kredietgroei voorafgaand aan de huidige crisis zelfs hoger was dan ten tijde van de grote depressie in 1929 in de VS. In de onderzochte gevallen hing de snelle kredietgroei samen met deregulering en financiële innovatie. In de huidige kredietcrisis werd deze ontwikkeling versterkt door de lage rente (in de VS) in de periode voor de crisis. De hoge kredietgroei leidde in deze en eerdere crises in een aantal landen tot een forse stijging van de huizenprijzen. Ook de aandelenkoersen stegen in de beschouwde crises in de aanloop ernaartoe. Dat voor- en tegenspoed elkaar afwisselen, geldt in de meeste geanalyseerde gevallen: met uitzondering van de *savings* en *loan* crisis werden de crises vooraf gegaan door een periode van economische voorspoed. De eerdere crises werden gevolgd door een periode van afnemende economische groei. De huidige crisis lijkt daarop geen uitzondering te worden. 'Dit illustreert de negatieve wisselwerking tussen aanpassingen in de bankensector en de reële economie', schrijft DNB in haar Kwartaalbericht september 2008. Wel zijn er verschillen in de diepte van de economische neergang. Tijdens de grote depressie was de groeidaling uitzonderlijk groot, terwijl deze in andere crises meer gematigd was, hoewel soms langdurig zoals in Japan in de jaren negentig. Hoewel de negatieve economische gevolgen dus onontkoombaar lijken, hoeven we niet werkloos toe te kijken, aldus DNB. 'De duur van een crisis en de negatieve gevolgen voor de economie kunnen worden beperkt door adequaat beleid.'

Hierin verschilt de huidige kredietcrisis van eerdere crises. In de huidige crisis hebben de autoriteiten snel en daadkrachtig ingegrepen om de financiële stabiliteit te waarborgen. Het beleid verschilde daarbij in een aantal opzichten met dat in eerdere crises. Zo konden ook zakenbanken en bepaalde hypotheekbanken terecht bij het noodloket van de Amerikaanse centrale bank, waar tijdens de grote depressie veel (regionale) banken geen toegang hadden

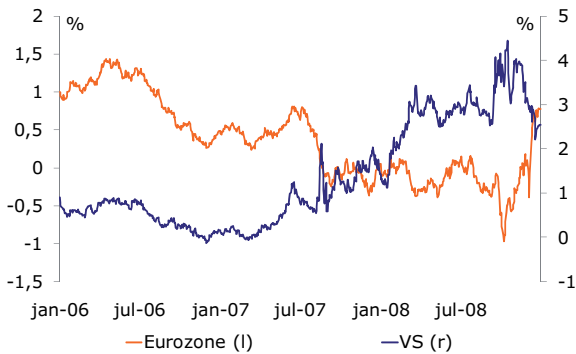
tot het noodloket van de Federal Reserve. Een ander verschil met eerdere crisis is volgens DNB dat regelgeving nu bevordert dat banken hun verliezen nemen en hun kapitaalpositie versterken. Volgens DNB verschilt de crisis daarmee in belangrijke mate met die in Japan bijvoorbeeld, 'waar door de afwachtende houding van de autoriteiten de banken pas in een laat stadium tot herstructureren overgingen. Mede hierdoor heeft de crisis in Japan lang geduurd en veel geld gekost.' Banken maken nu in ieder geval schoon schip, schrijft DNB. Dat is echter geen onverdeelde genoeg. Het feit dat dit 'soms gepaard gaat met forse marktdynamiek' lijkt DNB op de koop toe te nemen. Wij zijn echter van mening dat juist die marktdynamiek als gevolg van de huidige verslaggevingsregels (*International Financial Reporting Standards*, kortweg IFRS) heeft gezorgd voor enorme onrust op de financiële markten. De afschrijvingen zetten de buffers van banken onder druk. Achteraf zal blijken dat een deel van de voorgeschreven afschrijvingen onnodig is geweest, als blijkt dat het niveau van afbetalingen zich beter heeft gehouden dan de huidige prijzen nu doen vermoeden.

#### **Vooruitzichten voor banken onzeker**

Volgens DNB zijn de vooruitzichten voor financiële ondernemingen nog steeds onzeker. Zo kunnen de verliezen op gestructureerde kredietproducten verder oplopen en blijft de waardering ervan een probleem zolang de financiële markten niet goed functioneren. DNB wijst er ook op dat Europese banken al enige tijd te maken hebben met een ongunstige rentetermijnstructuur. Banken verdienen traditioneel geld aan het verschil tussen de lange en de korte rente. Geld wordt voor lange tijd uitgezet tegen een relatief hoge rente, terwijl geld tegen een lagere rente op korte termijn kan worden aangetrokken. Sinds de tweede helft van vorig jaar is het verschil tussen de tienjaars swaprente en de driemaands rente zelfs negatief (figuur 2). De winstgevendheid van het traditionele bankbedrijf in Europa staat

daardoor onder druk. In Amerika profiteren banken daarentegen al langer van het zeer ruime monetaire beleid van de Amerikaanse centrale bank, wat verlichting geeft aan het bankwezen. Een extra risico vormt de economische groeivertraging, die kan leiden tot dalende kredietvraag en oplopende kredietrisico's.

**Figuur 2: Tienjaars swaprente minus driemaands rente**



Bron: EcoWin

Het opdrogen van gestructureerde kredietmarkten heeft bovendien de wholesale-financiering van banken onder druk gezet. Daardoor neemt de belangstelling voor retail-financiering toe. Banken merken dit aan de toenemende concurrentie op de spaarmarkt. Opmerkelijk noemt DNB daarbij 'de zeer actieve opstelling van enkele kleine, buitenlandse partijen die met hoge rentetarieven en tegen soepele voorwaarden spaargeld aantrekken.' DNB constateert dat het in enkele gevallen instellingen betreft 'die duidelijk zijn geraakt door de kredietcrisis en zich daarom moeilijker tegen gebruikelijke condities kunnen financieren.' Het traditionele beeld dat spaargelden van particulieren een stabiele financieringsbron zijn voor banken –en daarmee de gevoeligheid van banken voor het marktsentiment beperken– is volgens DNB echter aan herziening toe, doordat particulieren zich mobieler en prijsbewuster opstellen.

De turbulente marktomstandigheden vormen een aanhoudend risico voor de liquiditeitspositie van banken. Aan de hand van een stress-

test heeft DNB gekeken of de Nederlandse banken een situatie, waarin de krappe markten fundingliquiditeit nog eens zes maanden voortduurt, kunnen opvangen met hun liquiditeitsbuffer. In het model zien de meeste banken hun liquiditeitsbuffer flink teruglopen. Bij aanhoudende turbulentie op de kredietmarkten, waarbij banken blijvend worden geconfronteerd met afwaarderingen van hun verhandelbare kredietportefeuilles, impliceert het model dus een systeemrisico voor de Nederlandse financiële sector. Het model houdt echter geen rekening met eventuele compenserende maatregelen, zoals een beroep op de centralebankfaciliteiten. In de praktijk zullen de effecten volgens DNB dan ook meevallen.

### Tot slot

*Het verloop in golfbewegingen is volgens DNB kenmerkend voor de huidige kredietcrisis, zo schrijft zij in september 2008 in haar Kwartaalbericht. Tussen de fases is er steeds sprake van enigermate herstel, maar dat blijkt telkenmale van korte duur te zijn. De plot van de huidige kredietcrisis neemt zo steeds een onverwachte wending. De hoofdpersonen in deze crisis raken steeds verder verstrikt in een bijna ongeloofwaardig avontuur, waarvan niemand het einde durft te voorspellen. Het vooruitzicht op een sterker financieel systeem, waar DNB in haar Overzicht Financiële Stabieliteit van september over schrijft, laat naar verwachting dan ook nog even op zich wachten. In korte tijd is de situatie op de financiële markten verder verslechterd. Overheden aan beide kanten van de oceaan moesten fors ingrijpen om een systeemcrisis te voorkomen. Dit ingrijpen kan zorgen voor de nodige rust in de financiële markten, een belangrijke voorwaarde voor vertrouwensherstel. Maar we zijn er nog niet. Wordt vervolgd.*

januari 2009

Anke Struijs (030 – 216 5166)

A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl

[www.rabobankgroep.nl/kennisbank](http://www.rabobankgroep.nl/kennisbank)