

Niemand kan zijn kop nog in het zand steken. Zoveel is nu duidelijk geworden. De kredietcrisis die sinds de zomer van 2007 de financiële markten teistert, beperkt zich niet tot de Verenigde Staten. De financiële malaise lijkt zich als een olievlek uit te spreiden over de rest van de wereld. Wat betekent de financiële onrust voor de wereldeconomie en hoe lang gaat deze nog duren? Wat kunnen we doen om het tij te doen keren? De media worden de afgelopen maanden beheerst door dergelijke vragen. Inmiddels is duidelijk dat er geen klip-en-klaar antwoord bestaat. Zonder een goed begrip van de geschiedenis, achtergrond en oorzaken van de crisis valt er niet veel met stelligheid te zeggen.

Turbulentie op de financiële markten

Concreter en zinvoller lijkt het om nu te kijken naar wat de huidige situatie op de financiële markten is en hoe deze kon ontstaan. Wat zijn de oorzaken? Wat is de rol van de diverse marktpartijen, beleidsmakers en toezichthouders?

De ministers van Financiën van de zeven rijkste industrielanden¹ hebben tijdens de G7-top in februari aangegeven hun oordeel over het beste politieke vervolg mede te laten bepalen door de analyse en aanbevelingen van het *Financial Stability Forum* (FSF). Het FSF is een aan de G7 gelieerd orgaan dat bestaat uit centrale banken, toezichthouders en andere internationale instanties. In februari kwam het FSF al met een tussenrapport waarin de problemen in kaart gebracht

worden en de achtergrond van de oorzaken van de crisis wordt geanalyseerd. Er wordt daarin een krachtige oproep gedaan aan de autoriteiten om vooral niet meteen recepten voor te schrijven in de vorm van overdreven regelgeving. Maar om betrokken (markt)partijen eerst zelf de kans te geven zich te bezinnen en te herstellen. Ook de Europese ministers van Financiën gaan in april tijdens een informele bijeenkomst (Ecofin) praten over de gevolgen van de crisis. In een brief aan de Tweede Kamer over de gevolgen van de onrust voor het toezicht, de Nederlandse financiële sector en reële economie, gaat minister van Financiën Bos in op de discussies die op dit moment op internationaal en Europees niveau gevoerd worden. De internationale beraadslagingen in april over de lessen die we kunnen trekken, zullen met veel interesse gevolgd worden. Besluiten

1. VS, Groot-Brittannië, Frankrijk, Italië, Duitsland, Canada en Japan

Oorzaken en versterkende factoren volgens het FSF-tussenrapport



over concrete maatregelen worden immers ook op deze niveaus genomen. Bos volgt in zijn brief de voorlopige analyse van het FSF-interimrapport en onderschrijft het appel van het FSF dat er gewaakt moet worden voor een overreactie in de vorm van te rigide additionele regelgeving.

EXCESSIEVE KREDIETVERLENINGEN

Iedereen lijkt met de vinger te wijzen naar de riskante 'subprime'-hypotheken in de Verenigde Staten als dé oorzaak van de huidige crisis. Deze worden verschaft aan mensen met een laag inkomen. Volgens Simon Lelieveldt, hoofd Toezicht en Financiële markten



NVB, zijn deze risicovolle hypothecaire leningen echter slechts één van de vele factoren geweest die hebben bijgedragen aan de financiële onrust. 'Maar een beperkt percentage van de uitgegeven hypotheken was kortlopend gefinancierd. Toch heeft de onzekerheid over deze hypotheken de hele markt op haar grondvesten doen schudden.' Het FSF-interimrapport kijkt volgens hem terecht naar hoe dat laatste heeft kunnen gebeuren, dus naar het klimaat waarin dergelijke hypotheken werden verstrekt. Het monetaire en financiële beleid van de centrale banken heeft zich jarenlang gericht op het laag houden van de rente. En dat geldt met name voor de Federal Reserve – de Amerikaanse centrale bank – die de rente historisch laag liet zakken. Het was alsof geld van de bomen geschud kon worden. Dat bleek weliswaar de economie een slinger te geven, maar zette niet aan tot nadenken over mogelijke risico's van kredietverleningen. Het lage renteklimaat lijkt nu vooral een voedingsbodem te zijn geweest voor begerige vingers van beleggers, leners en banken. Met als gevolg dat er onvoldoende zorgvuldig met de risico's is omgegaan. Het verlangen naar meer rendement en meer economische groei veroorzaakte een golf van nieuwe vaak zeer complexe financiële instrumenten. 'Pakketjes' (risicovolle) leningen werden gebundeld en weer doorverkocht aan derden. Het wordt nu duidelijk dat mede door het doorgeefspelletje deze producten zo ingewikkeld zijn dat met name ook banken in de Angelsaksische landen geen goed zicht meer hadden op waar de risico's precies lagen, zodat het risicomanagement bij de banken faalde.

OORZAKEN EN VERSTERKENDE FACTOREN VOLGENS HET FSF

Tegen deze achtergrond van goedkoop geld, daarmee samenhangende gemakzucht en een onstillbare honger naar economische groei, maakt het FSF in zijn rapport onderscheid tussen zaken die direct hebben bijgedragen aan de excessieve kredietverlening en factoren die de onrust hebben versterkt. Dit onderscheid is nodig om te komen tot passende oplossingen. Niet alleen de NVB, maar ook diverse marktpartijen onderstrepen desgevraagd deze sterke analyse van het rapport.

Als belangrijke oorzaak die aan de basis stond van de huidige financiële onrust wijst het FSF ten eerste naar de onzorgvuldige en soms zelfs frauduleuze praktijken op de Amerikaanse hypotheekmarkt. Ten tweede zijn financiële instellingen volgens het FSF duidelijk tekort geschoten in hun risicobeheer door niet goed na te denken over externe omstandigheden als opdrogende marktliquiditeit. Daarmee hangt samen het volgens het rapport excessieve, zelfs bijna

mechanische vertrouwen in de beoordelingen van de kredietbeoordelaars. De onderliggende waarden van complexe kredietproducten zijn onvoldoende gecontroleerd door de financiële instellingen, mede omdat een echt goed begrip van wát er precies gewaardeerd werd, ontbrak. Maar ook de kredietbeoordelaars zelf gaan volgens het FSF zeker niet vrijuit. Het rapport benadrukt als vierde punt dat zij grote steken hebben laten vallen door de risico's van complexe kredietproducten slecht in te schatten. Als vijfde reden voor de huidige financiële onrust wijst het rapport naar de verkeerde prikkels die aanwezig zijn in beloningssystemen. Dat geldt dan met name voor de ingewikkelde kredietproducten waarin risicovolle leningen werden verpakt en doorverkocht. Er was geen prikkel om de risico's die daarmee gepaard gaan goed te onderzoeken en daarover informatie te verschaffen. Tot slot zijn banken volgens het FSF niet open en transparant genoeg geweest over de risico's die zij liepen met hun beleggingen.

De schokreactie van marktpartijen en autoriteiten op de onrust die ontstond toen duidelijk werd dat Amerikaanse huizenbezitters in problemen kwamen, heeft vervolgens een sneeuwbaaleffect gehad. De rente liep op en banken waren minder bereid om risico's te nemen, waardoor de liquiditeit opdroogde. Banken konden minder makkelijk door hen verstrekte leningen overdragen, omdat de prijzen van de leningen niet meer correspondeerden met de waarde. Het FSF-tussenrapport noemt drie specifieke factoren die de financiële turbulentie nog eens hebben versterkt: om te beginnen ontstonden financieringsproblemen van de ingewikkelde beleggingsvehikels (conduits en SIV's) waarvoor banken garanties hadden afgegeven. Ten tweede begonnen banken geld op te potten om aan hun financieringsverplichtingen te voldoen en eventuele tegenvallers het hoofd te kunnen bieden. Tenslotte noemt het rapport de tekortkomingen in het modelleren en waarderen van de complexe financiële instrumenten waardoor banken en beleggers niet snel hun risico konden berekenen toen de liquiditeit opdroogde.

WAARSCHUWING RAPPORT: NIET OVERREGULEREN!

Concrete voorstellen voor maatregelen om herhaling te voorkomen, doet het FSF in haar eindrapport in april. Het aanscherpen van regels voor kredietverstrekking ligt voor de hand, maar de opstellers van het rapport waarschuwen zoals gezegd dat de beleidsmakers en wetgevers daarin niet moeten doorslaan. Het interimrapport benadrukt dat marktpartijen zelf een sterke prikkel hebben om naar oplossingen voor de pijnlijke plekken op zoek te gaan. Het is daarnaast aan de autoriteiten om vervolgens te zorgen dat de prikkels op de juiste plek liggen en dat het toezicht adequaat is. Extra regelgeving moet pas dán worden overwogen als marktpartijen falen zelf tot een oplossing te komen. Hiermee lijkt iedereen het eens.

Onrust en instabiliteit op de financiële markten

ACHTERGRONDFACTOREN

- Lange periode van lage rente
- Grote risicobereidheid (van financiële partijen)

OORZAKEN

- Onzorgvuldige, zelfs soms frauduleuze praktijken binnen de Amerikaanse hypotheeksector
- Slecht risicobeheer binnen financiële instellingen
- Te groot vertrouwen in oordeel van kredietbeoordelaars
- Slechte prestaties van de kredietbeoordelaars
- Verkeerde incentive- en beloningsstructuren
- Onvoldoende transparantie over risico's

VERSTERKENDE FACTOREN

- Financieringsproblemen voortvloeiend uit ingewikkelde beleggingsvehikels (conduits en SIV's) waarvoor banken garanties hadden afgegeven
- Spaarzaamheid van banken: ophoping van liquiditeit in verband met eventuele tegenvallers
- Tekortkomingen in financiële modellen waardoor goede waardering van complexe instrumenten in tijden van marktonrust bemoeilijkt werd

GEVOLG

- Onrust en onzekerheid op financiële markten

Han de Jong, Chief Economist bij ABN AMRO, beaamt dat het zeer gewenst is dat de politiek niet als reactie 'op de automatische piloot allerlei regelgeving gaat aanscherpen'. 'Maar ik denk wel dat alle betrokken partijen gedwongen moeten worden – als ze het zelf al niet zouden doen – om nog eens goed te kijken naar hun eigen handelen in de aanloop naar deze crisis. Ik vind dat het rapport een goede basis geeft om dat te doen.' Zo moeten banken volgens De Jong het advies van het rapport om hun risicobeheer nog eens onder de loep te nemen, ter harte nemen. 'Dat hoeft niet per se via regelgeving afgedwongen te worden. Dat kan in het gewone verkeer tussen banken en de toezichthouder – in ons geval de DNB. En dan moet vooral de politiek niet met additionele regels komen, lijkt mij.'

Ook Bouke de Vries, Senior economisch onderzoeker van Rabobank Nederland, meent dat 'je goed moet kijken naar wat je met bestaande regelgeving kunt bereiken en niet op voorhand moet grijpen naar de reflex van meer regelgeving'.

AANPASSINGEN EN AANBEVELINGEN

Al met al hebben we misschien niet meer regels nodig; zeker is wel dat de huidige regelgeving hier en daar wat verfijning behoeft. Het FSF stelt voor om het kapitaalakkoord voor banken (Bazel II) dat per 1 januari 2008 in werking is getreden, aan te passen. Onder Bazel II kunnen banken kiezen tussen hun eigen waarderingsmodellen en die van de kredietbeoordelaars. Het FSF waarschuwt dat als banken voor de laatste optie kiezen, ze zelf goed zullen moeten meekijken en de waarderingsmodellen niet klakkeloos moeten vertrouwen. 'Het is belangrijk om niet blind te varen op modellen. Dat heeft de kredietcrisis ons in elk geval geleerd', aldus De Vries.

Afgelopen weken publiceerden de Nederlandse banken hun cijfers over 2007. De schade bleek niet onaanzienlijk. 'Maar deze valt in het niet bij de schade die sommige buitenlandse instellingen hebben gemeld', aldus De Jong. Volgens hem heeft het toezichtbeleid van De Nederlandsche Bank (DNB) de Nederlandse banken geweldig geholpen. 'We hebben weleens gescholden op het conservatisme van DNB. Maar het heeft eigenlijk nu heel goed uitgekapt. Als je de

ingewikkelde zogeheten *off-balance* kredietproducten niet meer kunt financieren, dan moet je ze zelf op de balans nemen en je eigen liquiditeit erin stoppen. Wij kunnen dat, omdat DNB dat eiste. In andere landen is het daarop vaak misgegaan.' Lelieveldt (NVB): 'Nederland onderscheidt zich van andere landen door te werken met gedegen liquiditeitsrapportages. Wij hebben daardoor, ondanks de crisis, nog altijd een goede reputatie, een stempel van Hollandse degelijkheid.'

IN DE TOEKOMST...

Om het crisistij te doen keren, is op korte termijn herstel van vertrouwen in de kredietwaardigheid en robuustheid van financiële instituten het belangrijkste, zo leest het interimrapport van het FSF. Realistische prijzen van bezittingen en gestructureerde producten zijn een eerste aanzet voor herstel. Daarnaast is openheid van zaken van groot belang om het vertrouwen van alle partijen in elkaar volledig te herwinnen.

De onrust op de financiële markten heeft laten zien dat deze zich weinig aantrekken van landsgrenzen. Het FSF roept daarom op tot een grotere samenwerking tussen toezichthouders en centrale banken. 'Gek genoeg is er in de discussie tot voor kort weinig aandacht voor de vraag wat het betekent voor het toezicht, dat nog vooral nationaal is georganiseerd. Denk er eens aan wat het zou hebben betekend als Northern Rock een grensoverschrijdend opererende bank zou zijn geweest. Zouden de Engelse centrale bank en het ministerie van Financiën deze bank dan ook overeind hebben kunnen en willen houden? Zijn de afspraken over coördinatie van het toezicht in Europa wel ver genoeg uitgewerkt om snel te kunnen handelen en te voorkomen dat een grensoverschrijdende bank omvalt? Deze vragen zijn in Europa nog nauwelijks beantwoord', meent De Vries.

In lijn met de oproep van het FSF, zal de Ecofin zich in april beraden over de verdere samenwerking tussen autoriteiten. Ook komt aan de orde of versterking nodig is van het Europees mandaat voor de toezichthouders. Over de mogelijke uitkomst zegt Lelieveldt (NVB): 'Ik hoop vooral dat er geen nationale reflexen optreden. Idealiter komt het Europese integratieproces nu niet tot stilstand door de turbulentie, maar krijgt het een extra impuls omdat iedereen zich eens te meer het belang van internationale samenwerking realiseert'.

Lysette Rutgers

