

# Financiële stabiliteit

## Eén jaar kredietcrisis in perspectief

*Het afgelopen jaar balanceerde de financiële wereld tussen hoop en vrees, waarbij spanningen werden afgewisseld door periodes van tijdelijk herstel. Centrale banken hebben daarbij tijdig liquiditeit verschaft om erger te voorkomen. Toch is het einde van de kredietcrisis nog niet in zicht. De geschiedenis leert dat een periode van uitbundige kredietgroei onvermijdelijk wordt gevolgd door pijnlijke aanpassingen in de bankensector. Dit trekt een wissel op de reële economie.*

### Grote impact op het financiële systeem

De kredietcrisis is begonnen in de zomer van 2007 toen duidelijk werd dat wanbetalingen op Amerikaanse subprime hypotheek sterk bleven oplopen. Dit bracht een schok in het financiële systeem teweeg. Beleggers in kredietproducten bestaande uit hypotheek zijn massaal gaan twifelen over de waarde ervan. Door dit wantrouwen zijn de kredietmarkten grotendeels vastgelopen. De problemen zijn vervolgens overgeslagen naar andere markten en partijen, in het bijzonder de geldmarkten en banken. Ingewikkelde investeringsvehikels met kredietproducten die door banken zijn opgezet kregen ineens moeilijk financiering. De banken hebben deze vehikels om verschillende redenen bijgestaan. Uit voorzorg hebben de banken geld gehamsterd, met als gevolg dat ook de geldmarkten verstoord zijn geraakt.

Een jaar laten functioneren de krediet- en geldmarkten nog steeds moeizaam. Zo schommelt het driemaandstarief op de Europese geldmarkt thans zeventig basispunten boven de door de ECB vastgestelde beleidsrente. Dit verschil was in de jaren voor de kredietcrisis circa tien basispunten en bovendien heel stabiel. De problemen op de geldmarkt hebben de kosten voor kortlopende financiering van banken verhoogd. Ook het aantrekken van financiering via securitisatie – het doorverkopen van kredieten – is nog steeds moeilijk. De banken hebben diverse stappen ondernomen om hun financiering veilig te stellen zoals het aantrekken van spaargelden of het aanhouden van meer onderpand bij centrale banken.

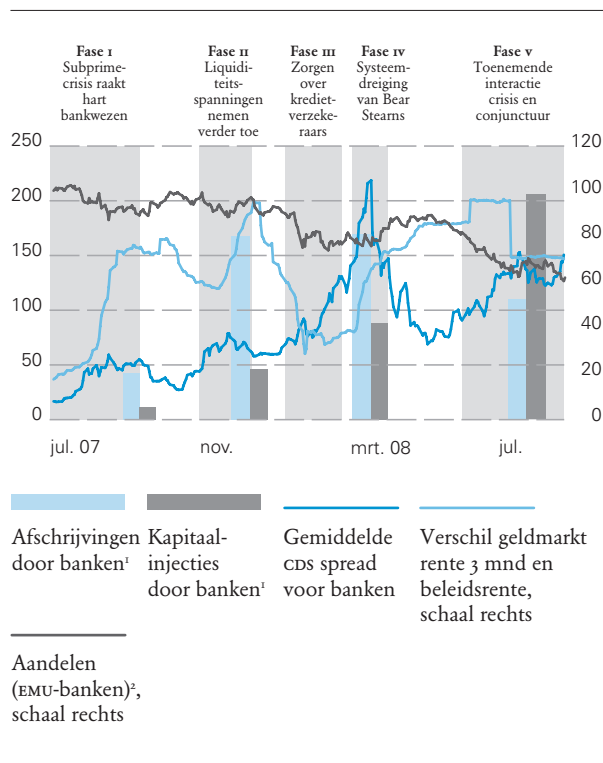
Door de kredietcrisis hebben banken tot dusverre wereldwijd voor ruim USD 500 miljard aan verliezen geboekt. Dit bedrag bevat zowel afschrijvingen ten laste van de verlies-en-winstrekening als afwaarderingen via de balans. De Nederlandse banken hebben voor ruim USD 23 miljard (EUR 16 miljard) aan verliezen geboekt, waarvan het grootste deel via de balans is gelopen. Het

gros van de verliezen van banken heeft betrekking op aan subprime hypotheek gerelateerde uitzettingen. De rest hangt samen met verliezen op andere kredietproducten die moeilijk verhandelbaar zijn, bijvoorbeeld leningen aan bedrijven, en garanties van kredietverzekeraars. Door deze verliezen zijn sommige banken genoodzaakt hun balans te versterken. Inmiddels hebben zij ruim tweederde van de verliezen kunnen dekken met nieuw kapitaal. Daarnaast versterken banken hun financiële positie door het verkopen van activa, het verlagen van dividenduitkeringen en het besparen op kosten.

Mede als gevolg van de afschrijvingen neemt de winstgevendheid van banken af. Sommige Amerikaanse banken noteren al enkele kwartalen verliezen. In Europa en Nederland zijn de meeste banken nog steeds winstgevend, al zijn de niveaus wel soms duidelijk lager dan vorig jaar. Ook pensioenfondsen en verzekeraars worden geraakt door de kredietcrisis. Zij hebben vooral last

### Grafiek 1 Eén jaar kredietcrisis

In basispunten



<sup>1</sup> Afschrijvingen en kapitaalinjecties in USD miljarden, kwartaalcijfers, niet gecumuleerd.

<sup>2</sup> In % 2 juli 2007 = 100.

Bron: Datastream, Bloomberg.

van de gedaalde aandelenkoersen en het veranderende rentebeeld. Verder staan hedge fondsen en private equity-huizen onder druk. Het afgelopen halfjaar boekte de hedge fondsensector een rendement van slechts 0,75%, het laagste niveau sinds twee decennia.

### Dynamisch karakter

Kenmerkend voor de kredietcrisis is het verloop in golfbewegingen, waarbij globaal vijf stressfases kunnen worden onderscheiden (grafiek 1). Tussen de fases treedt telkens in enigermate herstel op maar dat blijkt van korte duur te zijn. Achter de stressmomenten gaan verschillende krachten schuil. Ten eerste zijn er factoren die in alle stressfases een rol spelen, zoals de aanhoudende verslechtering van de Amerikaanse huizenmarkt, oplopende afschrijvingen door banken en slecht functionerende krediet- en geldmarkten. Deze factoren voeden het gebrek aan vertrouwen bij banken en beleggers. Ten tweede zijn er factoren die in een bepaalde fase een rol spelen, waarvan de belangrijkste onverwacht zijn geweest. Zo werden marktpartijen verrast door de snelheid waarmee banken besmet werden door problemen bij ingewikkelde investeringsvehikels die zij buiten hun balans hielden. Dit leidde in de eerste fase al vrij snel tot forse spanningen in de geldmarkt, zoals weerspiegeld in het beloop van de geldmarktrente ten opzichte van de beleidsrente. Ook de problemen bij de Amerikaanse zakenbank Bear Stearns in maart dit jaar en de recente solvabiliteitszorgen bij de hypotheekbanken Fannie Mae en Freddie Mac zorgden voor spanningen. Opvallend bij Bear Stearns is de snelle stijging van de zogenoemde *credit default swap* premies voor banken in die fase. Dit zijn premies die beleggers in schuldtitels van banken betalen om het risico op wanbetaling af te dekken. Hoe hoger deze premies, des te hoger marktpartijen het faillissementsrisico van banken achten. De laatste fase wordt gedomineerd door zorgen over de wisselwerking tussen aanpassingen in de bankensector en de reële economie. Een complicatie hierbij is dat de kredietcrisis vermengd raakt met een inflatieschok als gevolg van sterk opgelopen grondstof- en voedselprijzen. Dergelijke zorgen over de economie gaan gepaard met lagere winstverwachtingen voor bedrijven en dalende beurskoersen. Al met al is de kredietcrisis bijzonder dynamisch en complex.

### Vergelijking met eerdere crises

Om meer inzicht te krijgen in het mogelijke verdere verloop is het interessant om de huidige kredietcrisis te vergelijken met een aantal eerdere bankencrisis. Hiervoor worden Japan (1991), Zweden (1991), de vs (1929, grote depressie; 1984, *savings* en *loan* crisis) en Spanje (1978) genomen. Voor de drie grote bankencrisis na de tweede wereldoorlog – Japan, Zweden en Spanje (aangeduid met ‘Top drie’) – wordt gemakshalve het gemiddelde van de verderop beschouwde indicatoren genomen. Omdat de huidige kredietcrisis nog niet is afgelopen, kan alleen de aanloop naar de crisis worden vergeleken met die van eerdere crises. Daarbij nemen we de vs als uitgangspunt voor de huidige kredietcrisis aangezien dit land nu het epicentrum vormt. Tegelijk is dit ook een beperking, omdat de huidige kredietcrisis door financiële besmetting een mondiaal karakter heeft gekregen. Dit is een belangrijk verschil met de eerdere crises, met uitzondering van de grote depressie in de vs die via de internationale handel ook een mondiale omvang kreeg.

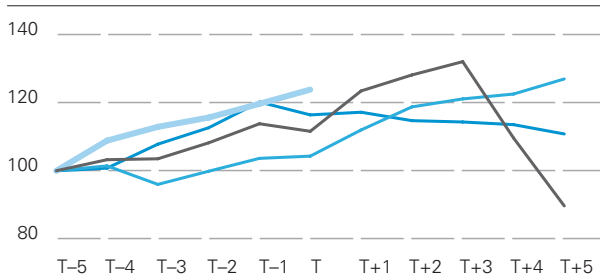
Met deze beperkingen in het achterhoofd komen uit de vergelijking de volgende hoofdkenmerken naar voren (grafiek 2). De meeste bankencrisis hebben gemeen dat ze worden voorafgegaan door een snelle kredietgroei en vinden vaak plaats voor de piek van de kredietcyclus. In vergelijking met eerdere crises is in de aanloop naar de huidige crisis de kredietgroei uitzonderlijk hoog geweest. Zelfs hoger dan ten tijde van de grote depressie in 1929. Een opvallende overeenkomst tussen de geanalyseerde crises is dat de snelle kredietgroei veelal samenhangt met deregulering en financiële innovatie. Dit maakt het mogelijk voor banken om nieuwe markten aan te boren, waarbij zij gemakkelijker meer krediet kunnen verstrekken. Vaak vormt onroerend goed hierbij het onderpand. Samenhangend met de hoge kredietgroei zijn net als in een aantal eerdere crises ook de huizenprijzen in de aanloop naar de huidige kredietcrisis fors gestegen. Wel ligt deze stijging onder die van de Top drie na 1945. Tijdens de grote depressie en de *savings* en *loan* crisis zijn de huizenprijzen overigens niet gestegen. Verder is opvallend dat de reële rente in de periode voor de huidige kredietcrisis op een laag niveau ligt en zelfs enkele jaren negatief is geweest. Dit is bij eerdere crises niet voorgekomen, met uitzondering van Spanje in de jaren zeventig. Een ander gemeenschappelijk kenmerk van de beschouwde crises is de stijging van de aandelenkoersen voorafgaand aan de crisis. De stijging voor de huidige kredietcrisis is met 60% in vier jaar aanzienlijk, maar beperkt in vergelijking

## Grafiek 2 De kredietcrisis vergeleken met eerdere bankencrises

T is het jaar waarin een bankencrisis begint

### Kredietgroei in de private sector

In verhouding tot bbp; index, jaar T-5 = 100

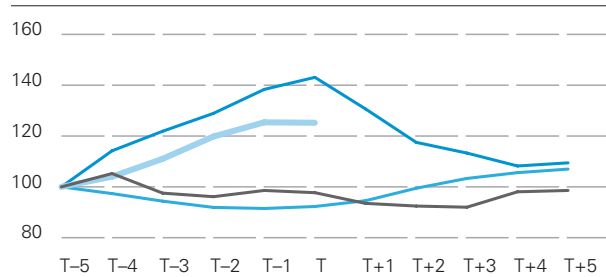


Gemiddelde vs 1984 Kredietcrisis vs 1929  
Top 3 2007

Bron: WDI, IMF, FRASER.

### Huizenprijzen

Index, jaar T-5 = 100

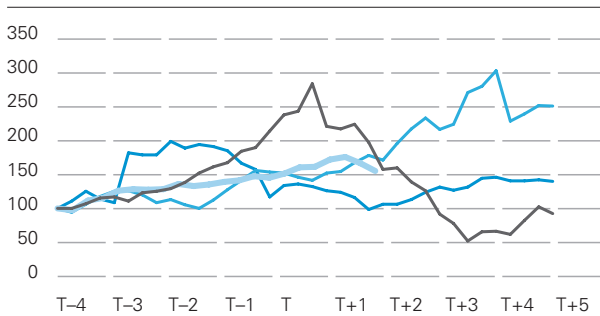


Gemiddelde vs 1984 Kredietcrisis vs 1929  
Top 3 2007

Bron: BIS, OECD, Shiller.

### Beurskoersen

Index, jaar T-4 (kwartaal 1) = 100

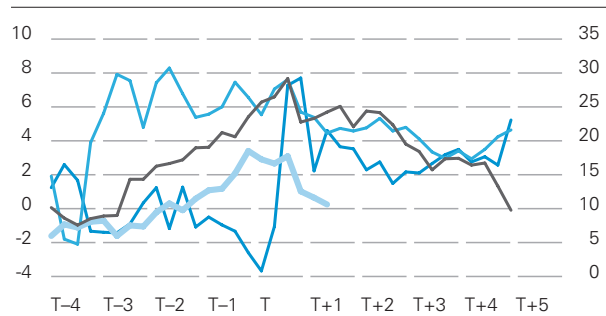


Gemiddelde vs 1984 Kredietcrisis vs 1929  
Top 3 2007

Bron: Datastream, Shiller.

### Reële korte rente

Percentage

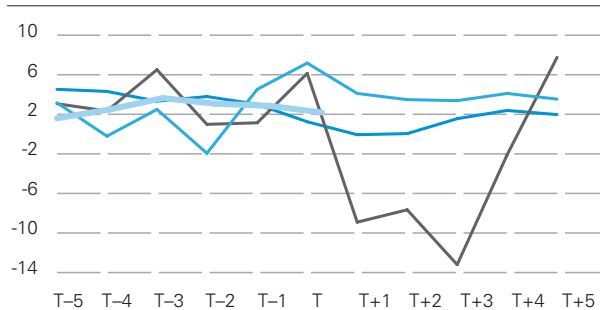


Gemiddelde vs 1984 Kredietcrisis vs 1929<sup>1</sup>,  
Top 3 2007 schaal rechts

<sup>1</sup> Reële lange rente.  
Bron: OECD, Datastream, Shiller.

### Bbp-groei

Percentage

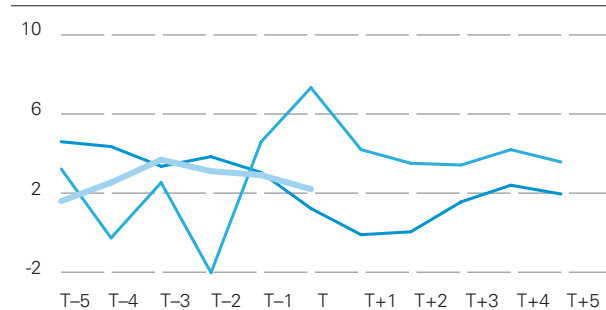


Gemiddelde vs 1984 Kredietcrisis vs 1929  
Top 3 2007

Bron: WDI, IMF, GGDC.

### Bbp-groei exclusief vs 1929

Percentage



Gemiddelde vs 1984 Kredietcrisis  
Top 3 2007

Bron: WDI, IMF, GGDC.

met eerdere crises. Zo zijn de aandelenkoersen in de aanloop naar de grote depressie met maar liefst 140% in vier jaar tijd gestegen. Ten slotte worden de geanalyseerde crises voorafgegaan door een periode van economische voorspoed, met uitzondering van de *savings* en *loan* crisis. Bij de huidige kredietcrisis is de economische groei met gemiddeld 2,7% per jaar in de jaren voor de crisis niet uitzonderlijk hoog geweest. Ter vergelijking: het overeenkomstige cijfer voor de Top drie bedraagt 3,8%.

De eerdere crises impliceren dat een periode van uitbundige kredietgroei en stijging van activaprijzen kan worden gevolgd door een correctie die enkele jaren kan duren. Een dergelijk patroon tekent zich af in de vs, waar de huizenprijzen in het afgelopen jaar met 16% zijn gedaald. Ook in een aantal Europese landen staan de huizenprijzen onder druk, hoewel er grote structurele verschillen bestaan tussen nationale huizenmarkten. Daarmee verschilt ook de ruimte voor eventuele correctie (zie het artikel 'Kentering op Europese woningmarkten' elders in dit Kwartaalbericht). Verder blijken bankencrisis gevolgd te worden door een periode van afnemende economische groei. Tijdens de grote depressie was de afname uitzonderlijk groot, met een daling van de bbp-groei van bijna 10 procentpunt in alleen al het eerste jaar. In andere crises was de groeidaling meer gematigd, hoewel soms langdurig zoals in de jaren negentig in Japan. Dit illustreert de negatieve wisselwerking tussen aanpassingen in de bankensector en de reële economie. De sterkte van deze wisselwerking hangt overigens van veel factoren af, waaronder de precieze aard van de crises – bijvoorbeeld de mate van schuldopbouw en de verdeling hiervan over huishoudens en bedrijven – maar ook de reactie van de autoriteiten.

### Reactie autoriteiten

De duur van een crisis en de negatieve gevolgen voor de economie kunnen worden beperkt door adequaat beleid. Bij de kredietcrisis hebben de autoriteiten diverse maatregelen genomen om financiële stabiliteit te waarborgen. Zo hebben centrale banken op grote schaal liquiditeit verschaft en waar nodig nieuwe faciliteiten in het leven geroepen. De Amerikaanse autoriteiten hebben de toegang tot het noodloket van de Federal Reserve verbreed door deze ook open te stellen voor de zakenbanken en bepaalde hypotheekbanken. Daarnaast is een aantal financiële ondernemingen genationaliseerd (Northern Rock), overgenomen (Bear Stearns) of onder beheer van de overheid gesteld (Fanny Mae, Freddie

Mac). Deze maatregelen zorgden voor herstel tijdens de eerdergenoemde stressfases.

In vergelijking met eerdere crises is het beleid bij de huidige kredietcrisis in een aantal opzichten anders. Zo hadden tijdens de grote depressie veel (regionale) banken geen toegang tot het noodloket van de Federal Reserve. Ook bestond toen geen depositogarantiestelsel, waardoor klanten bij de geringste twijfel massaal geld gingen opnemen bij hun bank. Hierdoor ontstonden kettingreacties en gingen veel banken failliet. Verder reageerden de industriële landen met protectionistische handelsmaatregelen zoals hoge importtarieven. Hierdoor daalde het internationale handelsvolume tussen 1929-1933 met naar schatting 30%, viel de economische groei wereldwijd terug en steeg de werkloosheid flink. Dit verergerde de recessie en daarmee de bankencrisis.

Een ander verschil met eerdere crises is dat regelgeving nu bevordert dat banken hun verliezen nemen en hun kapitaalpositie versterken. Veel banken hebben in relatief korte tijd aanzienlijke verliezen geboekt. Hoewel dit soms gepaard gaat met forse marktdynamiek, maken zij in ieder geval schoon schip. Dit is bijvoorbeeld een belangrijk verschil met de crisis in Japan, 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.

Naast diverse maatregelen van de autoriteiten om erger te voorkomen, voeren zij in internationaal verband intensief overleg waarbij expliciet aandacht is voor de lessen uit de huidige kredietcrisis. Dit heeft geleid tot concrete aanbevelingen van het *Financial Stability Forum*, waarin autoriteiten uit ondermeer de G7 en Nederland zitten. Deze aanbevelingen worden wereldwijd geïmplementeerd. Ze hebben betrekking op het versterken van het risicomanagement, het vergroten van de transparantie, het verbeteren van de samenwerking tussen autoriteiten en het effectiever maken van het crisismanagement. Zo worden de kapitaalseisen van banken op een aantal punten aangepast en wordt beter rekening gehouden met verplichtingen buiten de balans.

De implementatie van deze aanbevelingen is noodzakelijk om het financiële stelsel structureel te versterken. Maar dit zal enige tijd vergen. Het is nu vooral aan markt en de financiële sector om verliezen te nemen, de kapitaalpositie te versterken en het wederzijdse vertrouwen te herstellen.