

DE GROTE RECESSIE

CASPER VAN EWIJK & COEN TEULINGS

DE GROTE RECESSIE

Het Centraal Planbureau over de kredietcrisis

UITGEVERIJ BALANS

Copyright © 2009 Casper van Ewijk & Coen Teulings / Uitgeverij Balans, Amsterdam

Alle rechten voorbehouden.

Omslagontwerp Studio Jan de Boer, Amsterdam

Omslagfoto ANP

Boekverzorging Jos Bruystens, Maastricht

Druk Wilco, Amersfoort

ISBN 978 94 600 3224 0

NUR 780

www.uitgeverijbalans.nl



Uitgeverij Balans stelt alles in het werk om op milieuvriendelijke en duurzame wijze met natuurlijke bronnen om te gaan. Bij de productie van dit boek is gebruikgemaakt van papier dat het keurmerk van de Forest Stewardship Council (FSC) mag dragen. Bij dit papier is het zeker dat de productie niet tot bosvernietiging heeft geleid.

Inhoud

	Inleiding	7
	Over dit boek	9
1	Ontstaan van de bankencrisis	11
2	Hoe een klein probleem groot werd	33
3	De wereldhandel in zijn achteruit	52
4	Tijdelijke crisis, blijvende schade?	74
5	De woningmarkt in crisistijd	91
6	Vallen en weer opstaan op de arbeidsmarkt	110
7	Alle remmen los!	127
8	Wie draagt het pensioenverlies?	149
9	Banken aan de ketting	169
10	Kredietcrisis en klimaatcrisis: de ene crisis lost de andere niet op	190
11	Hoeveel pijn doet de crisis?	206
12	Leren van de crisis	225
	Index	239

Inleiding

In de zomer van 2009, het moment van schrijven van dit boek, verkeert de wereld in de ergste economische crisis sinds tachtig jaar. Maar weinig mensen hebben dit zien aankomen. Zelfs economen die tijdens de aanloop naar de crisis waarschuwden voor de toegenomen instabiliteit van het financiële stelsel, hebben zich verbaasd over de omvang van de crisis en de snelheid waarmee deze zich heeft verspreid. Hoe heeft dit kunnen gebeuren?

Halverwege 2007 werd duidelijk dat in de Verenigde Staten massaal sprake was van oplopende verliezen op 'rommelhypotheken'. Tussen banken onderling ontstond onzekerheid over hun kredietwaardigheid. Die twijfel verspreidde zich als een olievlek over de financiële markten. Toen Lehman Brothers halverwege september 2008 failliet ging, sloeg de kredietcrisis over naar de rest van de economie. En met de ineenstorting van Fortis, een paar weken later, werd duidelijk dat ook het Europese bankwezen de dans niet zou ontspringen. De grote recessie was begonnen.

In dit boek geven economen van het Centraal Planbureau uitleg over de meest ingrijpende economische crisis van onze tijd. Hoe kon een relatief kleine schok op de Amerikaanse huizenmarkt de ineenstorting van de wereldhandel veroorzaken? Hoe lang zal de recessie duren en wat zijn de gevolgen van de crisis op langere termijn? Wat betekent zij voor het klimaat en het milieu? Maar ook: wat moet er aan worden gedaan? Werken onze instituties op monetair en budgettair gebied nog? Hoe zinvol is de revival van het keynesiaanse denken? Biedt een verbetering van het toezicht op de financiële markten soelaas? En ten slotte: wat betekent dit allemaal voor u? Wat gebeurt er met uw inkomen, uw pensioen, uw huis en uw baan?

Bij het analyseren van de oorzaken van de crisis is onze focus op de mondiale financiële gebeurtenissen, met name die in de vs, en op de internationale handelsstromen. Voor het beschrijven van de gevolgen voor economische groei, arbeidsmarkt, huizenmarkt, pensioenen, koopkracht en dergelijke zoomen we in op Nederland. De beschouwingen over mogelijke beleidsaanpassingen om uit de crisis te komen en een herhaling in de toekomst te voorkomen, hebben weer een meer mondiale invalshoek.

John Kenneth Galbraith publiceerde zijn standaardwerk over de Grote Depressie van de jaren dertig *The Great Crash* in 1954, dus pas een kwart eeuw na het begin van die crisis. Wij hebben dan ook niet de pretentie dat dit boek een finaal oordeel bevat over de turbulente gebeurtenissen van het afgelopen jaar. Echter, er bestaat een maatschappelijke behoefte aan een eerste analyse van de crisis, al was het maar omdat beleidsmakers zich nu een weg moeten banen door een woud van urgente, maar ook verstrekkende beslissingen; 25 jaar wachten is geen optie.

Bij dit boek hoort een website: www.degroterecessie.nl. Daarop vindt u achtergrondinformatie, zoals aanvullende referenties, met name naar wetenschappelijke artikelen, voor de lezer die nog meer over een bepaald onderwerp wil lezen. Bovendien geeft de website extra grafieken en een uitgebreidere beschrijving van de bronnen van grafieken en tabellen. Ook staat er een Engelse samenvatting van het boek op en zijn er links naar de website van uitgeverij Balans en naar de site van het CPB.

Over dit boek

Dit boek is ontstaan vanuit de gedachte dat er bij een breed publiek interesse bestaat om meer te weten over de achtergronden van de ingrijpende economische crisis die we momenteel meemaken. Eerder verschenen al beschouwingen over de kredietcrisis in reguliere publicaties van het Centraal Planbureau (CPB) zoals de Macro Economische Verkenning en het Centraal Economisch Plan, maar er is volgens ons ook behoefte aan een helder overzicht van de oorzaken en gevolgen van de grootste economische crisis van onze tijd.

Wij hebben dan ook zo goed mogelijk geprobeerd om vlotte en begrijpelijke teksten te schrijven, zonder veel jargon. Maar we blijven natuurlijk economen en sommige zaken zijn nu eenmaal ingewikkeld. De meeste hoofdstukken in dit boek zijn overigens zelfstandig leesbaar; dus lezers die geïnteresseerd zijn in een bepaald onderwerp, kunnen aan de hand van de inhoudsopgave en de trefwoordenlijst achterin het boek de hoofdstukken of passages over die onderwerpen gemakkelijk vinden.

Op het omslag van dit boek leest u onze namen. Wij zijn de samenstellers en inhoudelijk verantwoordelijk. Maar veel meer mensen zijn bij de totstandkoming betrokken geweest. Wij wilden een boek maken dat voor een breed publiek toegankelijk is. We hebben daarom hulp van buiten het CPB gezocht, in de persoon van Mathijs Bouman. Hij heeft CPB-medewerkers geïnspireerd om een voor het CPB ongebruikelijk boek te maken, en heeft als eindredacteur de teksten geredigeerd.

Binnen het CPB heeft een grote groep medewerkers bijgedragen aan de hoofdstukken. De hoofdstukken 1, 2 en 9 over het ontstaan van de bankencrisis en de ontwikkelingen in de financiële wereld zijn van de hand

van Michiel Bijlsma en Gijsbert Zwart. Jos Ebregt en Wim Suyker schreven hoofdstuk 3 over de wereldhandel. De analyse in hoofdstuk 4 van de gevolgen van de kredietcrisis voor de economische groei is van de hand van Peter Broer, Adam Elbourne, Bert Smid en Nick Zubanov. Machiel van Dijk, Jasper de Jong, Gerbert Romijn en Johan Verbruggen beschreven de gevolgen voor de huizenmarkt in hoofdstuk 5. Hoofdstuk 6 over de gevolgen voor de arbeidsmarkt is gemaakt door Rob Euwals, Pierre Koning, Daniël van Vuuren en Dinand Webbink. Arjan Lejour en Mark Roscam Abbing schreven hoofdstuk 7 over monetair en begrotingsbeleid. De gevolgen voor de pensioenfondsen in hoofdstuk 8 werden beschreven door Jan Bonenkamp, Thijs Knaap, Harry ter Rele en Ed Westerhout. Hoofdstuk 10 over de crisis en het klimaat is van Paul Koutstaal en Joëlle Noailly. Marcel Lever, Mauro Mastrogiacomio, Herman Stolwijk en Bas Straathof gingen in hoofdstuk 11 in op de pijn die de crisis veroorzaakt. De verzorging van grafieken was in handen van John Blokdijk en Jannie Droog gaf secretariële ondersteuning. Ruud Okker heeft dit alles als projectleider in goede banen geleid en Fred Kuijpers was verantwoordelijk voor de logistieke coördinatie. Dick Morks was verantwoordelijk voor de stijlcorrecties. De website is gemaakt door een apart team, bestaande uit Bart Borsboom, Ellen Boelema, Jasper de Jong en Pierre Koning.

De mensen van uitgeverij Balans hebben het mogelijk gemaakt dat dit boek in zeer korte tijd geproduceerd werd.

Tot slot een woord van dank voor alle mensen van binnen en buiten het CPB die commentaar hebben gegeven op conceptversies van dit boek of op een andere manier een bijdrage aan de totstandkoming van dit boek hebben geleverd.

Casper van Ewijk & Coen Teulings, 10 augustus 2009

1 Ontstaan van de bankencrisis

‘When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing.’

CHUCK PRINCE, TOPMAN VAN CITIBANK IN 2007

In Rio Rancho, New Mexico, staat een prachtige eengezinswoning. Het huis, gebouwd in Toscaanse stijl, heeft twee openhaarden, twee woonkamers en een bubbelbad in de tuin. Het ligt op rijafstand van het Santa Fé National Forest en de Pecos Wilderness. In 2006 kocht de 24-jarige Casey Serin het huis voor 497 duizend dollar. In hetzelfde jaar kocht hij nog zeven andere huizen, met een totale aankoopwaarde van 2,4 miljoen dollar. Casey had geen baan, maar probeerde de kost te verdienen met ‘flipping’. Dat betekent dat hij huizen kocht met als doel ze snel weer met winst door te verkopen. De voormalige webdesigner had weinig eigen geld, dus hij moest de miljoenen lenen van de bank. De leningen die hij kreeg waren *stated income loans*. Om zo’n lening te krijgen van de bank, hoefde Casey alleen maar een mondelinge verklaring over de hoogte van zijn inkomen te geven. De bank vroeg verder niet om officiële documenten die dit zouden kunnen bevestigen. Casey loog dan ook over zijn inkomen bij het aanvragen van hypotheekleningen. Op een gegeven moment had hij 2,2 miljoen dollar schuld. Dat kon niet goed blijven gaan. Een jaar later was hij dan ook al zijn huizen kwijt en deed de FBI onderzoek naar zijn transacties.

Het voorbeeld van Casey Serin is extreem, maar staat niet op zichzelf. Amerikanen met lage inkomens en een twijfelachtige kredietgeschiedenis konden huizen kopen zonder dat banken om ook maar enige garantie vroegen. Bankten verzonnen daarvoor allerlei nieuwe hypotheekvormen. Bij de *Balloon*-lening betaalde de lener slechts tien jaar lang rente en moest dan een grote afbetaling doen; of de *Liar*-lening, waarbij de lener alleen mondeling zijn inkomen hoefde te melden, zonder aanvullende documentatie. Er was de *ARM*-lening, waarbij de lener rentebetalingen kon uitstellen in ruil voor een hogere hypotheek, de *Piggyback*-lening, die twee hypotheeken combineerde zodat de lener geen aanbetaling op het huis hoefde te doen, de *Tea-*

ser-lening, waarvan de rente in de eerste twee jaar veel lager was dan daarna, en de *Stretch*-lening, waarbij de lener meer dan vijftig procent van zijn netto inkomen kwijt was aan maandelijkse aflossingen. Amerikanen hadden een mooi acroniem voor al deze producten. Zij noemden ze *NINJA*-hypotheken, *No Income, No Job or Assets*, een goede samenvatting van de economische omstandigheden van de huizenkopers die deze hypotheken afsloten.

Opkomst subprime-hypothek

Amerikaanse hypotheekverstrekkers onderscheidden drie klassen van hypotheken, afhankelijk van de kredietwaardigheid van de koper. *Prime*-hypotheken hadden de hoogste kredietwaardigheid. De *NINJA*-hypotheken vielen in de *Alt-A* en *subprime*-klasse. Huizenkopers met een hypotheek in de *Alt-A* klasse konden geen goede documentatie van hun inkomen laten zien of leenden veel in verhouding tot hun inkomen. Huizenkopers met een subprime-hypotheek hadden geen documentatie, hadden grote schulden of waren bekende wanbetalers. De Amerikaanse hypotheekmarkt groeide het afgelopen decennium het snelst in het subprime en het *Alt-A* segment. In 2006 waren twee op de vijf nieuwe hypotheken een subprime of een *Alt-A* hypotheek. De totale Amerikaanse hypotheekschuld, met een omvang van ongeveer tienduizend miljard dollar, bestond eind 2007 voor meer dan tien procent uit subprime-hypotheken.

Fannie Mae en Freddie Mac, twee door de Amerikaanse overheid gesponsorde banken, waren erg actief op de markt voor subprime-hypotheken. De overheid wilde dat deze semi-overheidsinstellingen het huizenbezit onder arme en achtergestelde Amerikanen bevorderden. Maar ook sommige commerciële banken, zoals New Century, Accredited Home Lenders en New Capital Finance, specialiseerden zich volledig in het verstrekken van leningen aan consumenten met een twijfelachtige kredietwaardigheid. In 2006 schatte de investeringsbank Credit Suisse dat vier van de vijf subprime-leningen lage *teaser*-rentes hadden, terwijl vier van de vijf *Alt-A* hypotheken *Liar*-leningen waren.

Een typische subprime-hypotheek werkte als volgt. Klanten kregen een hypotheek met een lage rente voor de eerste twee jaar. Daarna zou de rente flink omhoog gaan. Maar tegen die tijd zou de waarde van hun huis ook zijn gestegen. Die overwaarde konden huizenbezitters dan verpanden aan

de bank, waardoor de bank bereid zou zijn een nieuwe lening met hen af te sluiten, maar nu tegen een lagere rente. Zo konden weinig kredietwaardige consumenten dankzij stijgende huizenprijzen toch een huis kopen.

In sommige Amerikaanse staten kwam daarbovenop dat als de waarde van het huis zou dalen, er niets ernstigs aan de hand was. Als de hypotheekschuld groter werd dan de waarde van het huis, dan konden klanten gewoon de sleutel inleveren bij de bank. De schuld bij de bank zou dan vervallen. Ze konden dan wel enkele jaren lang geen creditcard gebruiken of een nieuwe lening afsluiten. Veel Amerikanen wilden dat risico echter wel nemen. De kans dat het huis in waarde zou dalen, was immers verwaarloosbaar. De huizenprijzen stegen sinds 1991 onafgebroken. Tussen 1997 en 2006, in minder dan tien jaar tijd, verdubbelden de huizenprijzen.

De financiële sector groeide en bloeide wereldwijd. De omvang van de markt voor gebundelde en opgeknipte leningen vervijfvoudigde tussen 2000 en 2006. De hoeveelheid kredietverzekeringen explodeerde en groeide in vijf jaar zelfs met een factor tien. Het aantal hedgefondsen nam toe. De Amerikaanse investeringsbanken realiseerden rendementen van meer dan 20 procent. De aandelenkoersen stegen. De omvang van de tien grootste beursgenoteerde banken verdubbelde tussen 2002 en 2006. Bankiers, kredietbeoordelaars, toezichthouders en huiseigenaren bouwden samen in recordtempo een kaartenhuis op.

In 2006 begon de rente langzaam te stijgen, terwijl de inflatie toenam en de Amerikaanse huizenmarkt tekenen van vermoeidheid vertoonde. Bijna drie jaar later hangen de banken aan het infuus van de overheid, zitten kredietbeoordelaars in het beklagdenbankje, dalen de huizenprijzen in Europa en in de vs, en is Casey Serin alles kwijt. Wereldwijd hebben overheden de financiële sector volgens gegevens van het Internationaal Monetair Fonds gesteund met ruim 8900 miljard dollar aan liquiditeitsvoorzieningen, opkoopprogramma's en garanties, ongeveer vijftien keer het Nederlandse bruto nationaal product. De rentestanden voor leningen van de Europese Centrale Bank, de Bank of England en de Amerikaanse Federal Reserve zijn praktisch nul. Voor het eerst sinds de Tweede Wereldoorlog krimpt de internationale handel. De wereld bevindt zich in de diepste recessie sinds de jaren dertig van de vorige eeuw: de grote recessie.

Hoe kon dit gebeuren? Waarom waren banken bereid zoveel risico te nemen? Wat waren de katalysatoren van deze crisis? Om te begrijpen hoe deze financiële crisis van ongekeende omvang ontstond, moeten we terug naar de basis: het bestaansrecht van banken.

Moreel risico

Iedereen weet wat banken doen. Aan de ene kant lenen ze geld uit aan huishoudens en bedrijven. Aan de andere kant bieden ze huishoudens en bedrijven de mogelijkheid overvloedige financiële middelen te sparen voor later. Banken verdienen geld door de financiële middelen die ze tegen een vergoeding te leen krijgen, uit te lenen tegen een iets hogere vergoeding.

Dit verklaart echter nog niet waarom banken bestaan. Geld sparen kan immers ook door bijvoorbeeld aandelen, obligaties of goud te kopen, terwijl bedrijven voor leningen ook terecht kunnen bij rijke investeerders of huishoudens door aandelen of obligaties uit te geven. Met andere woorden, sparen en lenen kan ook via de financiële markten. Sterker nog, in de abstracte wereld van efficiënte markten en perfecte informatie zijn banken overbodig. Alles wat banken kunnen, kunnen markten in deze ideale wereld net zo goed. Waarom maken consumenten en bedrijven niet gewoon gebruik van deze markten en steken ze de vergoeding die banken opstrijken, niet in hun eigen zak?

Transacties, dus ook financiële transacties, kosten geld. Dat was lange tijd het antwoord van economen op deze vraag. Door die transactiekosten werken financiële markten niet perfect. Banken kunnen die kosten verminderen, en dat verklaart hun bestaansrecht. Dit was een onbevredigend antwoord, want waar kwamen die transactiekosten dan vandaan? Het zou tot in de jaren tachtig van de vorige eeuw duren tot economen een sluitende verklaring vonden. Aan de wieg daarvan stonden de economen George Akerlof, Michael Spence en Joseph Stiglitz. Zij ontwikkelden de theorie van asymmetrische informatie, waarvoor ze in 2001 de Nobelprijs voor de economie zouden krijgen.

Dit is wat de drie economen bedachten. De keuzes en eigenschappen van een ander kun je vaak niet waarnemen. Ook niet als die keuzes of eigenschappen jou direct raken. De informatie over die keuzes en eigenschappen

is dus asymmetrisch verdeeld: jij kent ze niet, maar de ander wel. Als er sprake is van verborgen keuzes, spreken economen van moreel risico. De vraag is dan in hoeverre je toch de ander kunt stimuleren de voor jou juiste keuzes te maken, zelfs als je niet expliciet kunt controleren wat hij doet.

De term moreel risico komt oorspronkelijk uit de verzekeringsbranche. Voor verzekeraars is moreel risico een belangrijk probleem. Een automobilist die roekeloos rijdt, krijgt sneller ongelukken dan een automobilist die veilig rijdt. Een autoverzekeraar kan echter niet zomaar controleren of een automobilist goed oppast en weet dus niet of schade aan een verzekerde auto komt door roekeloos rijgedrag of domme pech. De informatie is dus asymmetrisch verdeeld. Maar de verzekeraar betaalt wel de schade aan de auto. Als de verzekeraar elke schade blind vergoedt, zullen verzekerde automobilisten minder voorzichtig rijden. Hoe geeft de verzekeraar automobilisten een prikkel om veiliger te rijden? Bijvoorbeeld door een eigen risico in te voeren. Automobilisten met een eigen risico dragen zelf een deel van de kosten van onvoorzichtig rijgedrag en zullen daardoor veiliger rijden.

Het bestaan van moreel risico vormt het eerste deel van het antwoord op de vraag waarom banken bestaan. Moreel risico speelt namelijk ook bij bedrijfsfinanciering een belangrijke rol. Wanneer een zak met geld eenmaal is afgeleverd bij de directie van een onderneming, is het voor financiers moeilijk te controleren wat er met hun geld gebeurt. Directeuren geven misschien wel teveel geld uit aan luxe kantoren, huren bevriende consultants in, investeren in stokpaardjes of laten projecten te lang doorlopen. Wie zijn kapitaal investeert in een bedrijf, wil dus graag weten dat het management dat geld niet over de balk smijt, anders krijgt het bedrijf geen lening.

Bedrijven die geld nodig hebben, kunnen dit op twee manieren oplossen. Ze investeren flink wat eigen kapitaal in het project en nemen als het ware een eigen risico. Ze hebben dan zelf flink wat te verliezen als het mis gaat en zullen harder hun best doen. Een bedrijf met voldoende eigen kapitaal kan dit doen. Maar niet alle bedrijven kunnen zelf voldoende eigen geld inleggen om de kapitaalverschaffers gerust te stellen. Voor zulke bedrijven is het nuttig als iemand het bedrijf in de gaten houdt en moreel risico tegengaat. Het is in hun eigen belang dat een bewaker ervoor zorgt dat ze zich goed gedragen, want anders leent niemand hun geld. Je zou misschien denken dat

aandeelhouders of schuldeisers deze rol kunnen spelen. Hier komt echter het klassieke meeliftersprobleem om de hoek kijken.

Meeliftersgedrag

De geschiedenis van de Westfriese Omringdijk illustreert de problemen die ontstaan door meeliftersgedrag. Dit probleem speelt als iemand profiteert van de diensten van een ander, zonder daaraan mee te betalen. Deze dijk in Noord-Holland heeft een totale lengte van ruim 125 kilometer en is meer dan zeven eeuwen oud. Plaatselijke boeren hadden veel last van grote stormvloed en die het land onder hun voeten wegsloegen. Daarom besloten zij rond 1250 er samen iets tegen te doen. Door terpen met elkaar te verbinden, ontstonden aaneengesloten dijken. Iedereen profiteerde van de dijk. Een boer moest wel kostbare mensen en middelen vrijmaken om aan de dijk te werken. Die boer zag het liefst dat een andere boer middelen inzette om de dijk te bouwen, zodat hij zelf zijn land kon bewerken. Het zal dus niet verbazen dat de bouw van de Westfriese Omringdijk gepaard ging met ruziemaken over rechten, plichten, bevoegdheden, dragen van lasten en verdelen van winst. Het werk verliep dan ook een stuk voortvarender toen graaf Floris v in 1289 erin slaagde de West-Friezen te onderwerpen. Floris zag de voordelen van een dijk en pakte het meeliftersgedrag aan. Hij hield strikt toezicht op het onderhoud aan de ringdijk door de boeren en bemoeide zich met de rechtspraak als er conflicten waren. De dijk werd uiteindelijk voltooid in 1335.

Ook schuldeisers hebben te maken met meeliftersgedrag als het aankomt op het toezien op het bedrijfsmanagement. Investeerders zien het liefst dat iemand anders moeite doet om toezicht op het bedrijfsmanagement te houden. Dit is namelijk niet kosteloos. Als dit meeliftersgedrag te groot wordt, bewaakt niemand het bedrijfsmanagement. Bedrijven kunnen dan geen geld lenen. Het kan voor een bedrijf daarom nuttig zijn enkele grote schuldeisers te hebben. Zij hebben minder last van meeliftersgedrag. Het eigenbelang van grote schuldeisers is zo groot dat meeliftersgedrag door andere schuldeisers geen reden is om al te zeer te besparen op hun bewakingsactiviteiten. Soms genieten deze schuldverschaffers ook een betere bescherming dan hun kleinere collega-schuldeisers. Ze kunnen bijvoorbeeld als eerste beslag leggen op onderpand als ze ontdekken dat het bedrijf het minder goed doet, of ze kunnen hun lening als eersten opeisen. Dat stimu-

leert hun extra om goed toezicht te houden. Ook de andere schuldeisers profiteren echter mee van de stok die deze bewakers achter de deur van het management zetten.

De schuldeisers bewaken het ondernemingsbestuur niet als enige. Ook aandeelhouders houden het ondernemingsbestuur in de gaten, maar zij hebben andere belangen dan schuldeisers. Schuldeisers willen dat een bedrijf zijn schulden met rente terugbetaalt. Dus liever geen grote risico's die terugbetaling in gevaar kunnen brengen. Maar zolang een bedrijf netjes zijn schulden aflost, hebben de schuldeisers weinig prikkels om het management ertoe aan te zetten de bedrijfsvoering verder te verbeteren. Het tegenovergestelde geldt voor de aandeelhouders in het bedrijf. Aandeelhouders staan achteraan in de rij wanneer het geld wordt uitgekeerd. Voor hen begint de teller pas te lopen wanneer alle schuldeisers hun portie hebben ontvangen. Aandeelhouders willen graag dat het bedrijf topprestaties levert. Zij zullen het management onder druk zetten om middelmatige prestaties te verbeteren tot goede prestaties. Een gezonde onderneming heeft daarom baat bij een combinatie van schuldeisers en aandeelhouders. De schuldeisers houden het neerwaartse risico binnen de perken, terwijl de aandeelhouders het management harder laten lopen.

Ook bij aandeelhouders speelt weer meeliftersgedrag. Om invloed te kunnen uitoefenen, moeten aandeelhouders zich verdiepen in het bedrijf. Dit brengt kosten met zich mee. Ook voor aandeelhouders geldt: als iemand anders die kosten wil dragen, graag! Bovendien, als alle nieuwe informatie in een oogwenk in de prijs verwerkt zit, wordt het moeilijk iets te verdienen aan nieuwe informatie. Niemand heeft dan meer een prikkel om informatie te verzamelen. Een bedrijf kan dan baat hebben bij een aantal grotere aandeelhouders, die een relatief groot belang hebben bij het bewaken en adviseren van het management. Zij halen dan de kooltjes uit het vuur, mede namens de kleine aandeelhouders. In ruil voor zijn bewakingsactiviteiten heeft zo'n grotere aandeelhouder vaak ook meer invloed op het ondernemingsbestuur. Een partij met een klein percentage aandelen kan vaak toch een grote invloed uitoefenen op het management, wanneer andere, meer inactieve, aandeelhouders van mening zijn dat hun eigen belangen parallel lopen met de bewakende aandeelhouder. Deze activistische aandeelhouder kan bijvoorbeeld andere aandeelhouders mobiliseren om met hem mee te stemmen.

Banken als bewakers

Bij bedrijven die aan veel moreel risico blootstaan of een klein eigen vermogen hebben, is intensieve bewaking van het bedrijfsbestuur nodig. Door meeliftersgedrag kunnen aandeelhouders en schuldeisers deze intensieve bewaking niet leveren. Zonder bewaking willen ze geen geld uitlenen aan deze bedrijven. In dit geval kunnen banken het meeliftersprobleem oplossen. Investeerders brengen hun geld bij een bank. Die bank leent het uit aan bedrijven, houdt het bedrijfsbestuur in de gaten en grijpt in als dat nodig is. Ze investeren in kennis over het bedrijf, over hoe het bedrijf opereert en over de vooruitzichten van de onderneming. Met het groeien van die kennis over hun leners bouwen ze op de lange termijn een exclusieve relatie op met de bedrijven waaraan ze geld uitlenen. De bank treedt dus op als een Graaf Floris V, een plaatsvervangende bewaker voor investeerders die het meeliftersprobleem binnen de perken houdt, waardoor bedrijven toch kunnen investeren. Een belangrijke functie van banken is dus om het meeliftersgedrag bij het bewaken van ondernemingen op te lossen, zodat investeerders hun geld veilig kunnen uitlenen. Dit is een antwoord op de vraag naar het bestaansrecht van banken.

Wie bewaakt de banken?

Banken investeren het geld van depositohouders, hun belangrijkste groep schuldeisers, in risicovolle producten. Die depositohouders willen hun geld ook weer terug, met rente. Maar net als gewone bedrijven hebben banken ook last van moreel risico. Wie bewaakt eigenlijk de bewakers? Banken houden weliswaar in de gaten of bedrijven zich goed gedragen, maar wie houdt in de gaten of banken zich goed gedragen?

Ook voor banken zou de natuurlijke oplossing voor hun moreel-risicoprobleem zijn: zorg dat je genoeg eigen vermogen mee investeert. Als de bank elke euro deposito-inleg aanvult met een behoorlijke hoeveelheid eigen vermogen, dan kunnen de depositohouders er gerust op zijn dat de bank voorzichtig om zal springen met hun geld. Die zet dan immers als eerste zijn eigen geld op het spel. Pas als dat verdwenen is, komt het geld van depositohouders in gevaar. Wie zijn geld als depositouder bij een bank onderbrengt, hoeft alleen maar na te gaan of er voldoende eigen vermogen is. Zolang dat het geval is loopt hij nauwelijks gevaar.

Van kleine depositohouders, consumenten met geld op een spaar- of betaalrekening, valt op dit punt echter weinig te verwachten. Ook hier speelt het meelifersprobleem. Iedereen wil graag dat een ander de bank in de gaten houdt. Dit probleem is des te groter omdat er zoveel kleine spaarders zijn. Daarbij zijn kleine spaarders verzekerd tegen slecht gedrag van de bank. Als een bank failliet gaat, springt de overheid bij: de staat geeft een depositogarantie. En net zoals de verzekerde autorijder wat minder voorzichtig rijdt, zal een verzekerde depositohouder wat minder zorgvuldigheid betrachten bij het uitkiezen van de bank aan wie hij zijn spaargeld toevertrouwt.

Depositogaranties bestaan nog niet zo lang. De Amerikaanse overheid voerde de depositogarantie in na de Grote Depressie van de jaren dertig. Europa volgde pas later. Nederland voerde de depositogarantie in 1978 in. Depositogaranties voorkomen dat banken onnodig bezwijken aan een zogeheten *bankrun*. Zo'n run kan ontstaan als te veel spaarders plotseling hun geld bij de bank willen weghalen. Voor andere spaarders is het dan zaak er snel bij te zijn. Om alle spaarders te kunnen betalen, moet de bank namelijk zijn uitstaande leningen vroegtijdig beëindigen of ze verkopen aan andere instellingen. Dat levert veel minder op dan de rit uitzitten. De spaarders die te laat hun geld opnemen, lopen dan ook het risico dat de bank hun niet meer terug kan betalen. Het gevolg: iedereen probeert zo snel mogelijk zijn geld op te nemen, er ontstaat een bankrun. Depositogaranties zetten een rem op dit kuddegedrag. Spaarders hoeven niet meer zo snel mogelijk hun tegoeden op te eisen. Door de depositogarantie krijgen spaarders hun geld altijd terug. Die geruststelling voorkomt dat de zenuwen toeslaan en banken onnodig bezwijken aan een run.

Overheden nemen dus het risico over van de schuldeisers van de bank. Het ligt voor de hand dat ze dan ook de bewakingsrol voor hen waarnemen. Als spaarders niet in staat zijn te controleren of de banken zelf voldoende eigen kapitaal bijleggen, dan moet de overheid dat namens hen doen. Dit is de basis voor het bankentoezicht. Toezichthouders zoals De Nederlandsche Bank eisen dat banken voldoende eigen vermogen inzetten in verhouding tot de risico's die ze nemen wanneer ze het geld van hun spaarders uitzetten bij bedrijven en huishoudens. Ook de bewaking van de eerstelijnsbewakers, de banken, lijkt zo dus geregeld.

Toch ging het mis. Na jaren van goed functioneren bleek het toezichtmodel plotseling niet meer afdoende om moreel risico bij banken in toom te houden. De kwaliteit van de hypotheekleningen die banken hadden verstrekt, bleek achteruit geheld. Banken hadden zich overladen met risicovolle leningen zonder dat de toezichthouder daar zicht op had. Er was kennelijk een weef-fout in het bancaire model geslopen. De schok die dit teweegbracht, was de aanzet voor een wereldwijde crisis. Wat veranderde er in de aanloop naar de crisis?

Verstreken-en-doorgeven

Een golf aan kapitaal overspoelde in het begin van deze eeuw de internationale financiële markten. China groeide snel en had een groot overschot op de betalingsbalans. De olieprijs en daarmee het inkomen van olieproducerende landen steeg, sommige landen spaarden om de vergrijzing te kunnen betalen en de VS voerden onder aanvoering van Alan Greenspan, de voorzitter van de Raad van Presidenten van de Federal Reserve, een ruim monetair beleid. Als gevolg van deze ontwikkelingen, die in hoofdstuk 3 uitgebreid aan de orde zullen komen, zochten financiële specialisten naarstig naar nieuwe manieren om die kapitaalgolf om te zetten in rendabele investeringen.

De Amerikaanse banken wisten wel waar ze het toegestroomde geld kwijt konden: op de huizenmarkt. De markt was *booming*, en dat maakte het aantrekkelijk om steeds meer hypotheekleningen te financieren. Uiteraard droeg dit weer bij aan de vraag naar huizen, hetgeen de prijzen verder opdroef. Banken konden echter niet zomaar meer hypotheekleningen verstrekken. Alle hypotheekleningen kennen risico's, bijvoorbeeld op wanbetaling of op renteschommelingen. De Federal Reserve stelde als toezichthouder op de bancaire sector eisen aan het eigen kapitaal van de banken, als zij meer van zulke risico's wilden aangaan. De capaciteit van banken om hypotheekleningen te verstrekken was hierdoor beperkt.

Maar de banken bedachten een oplossing: sluis de risico's door naar andere financiële partijen met meer capaciteit om ze te dragen. Banken waren goed in het aan de man brengen van nieuwe hypotheekleningen, maar hadden beperkte mogelijkheden om hypotheekcrisis's blijvend op hun balans te nemen. Langetermijnbeleggers, zoals pensioenfondsen, verzekeraars of buitenlandse

staatsfondsen, beschikten wel over het kapitaal om het risico van hypotheek te dragen, maar konden deze niet zelf verstrekken. Er viel dus voor alle partijen wat te winnen als banken hypotheekleningen zouden verstrekken en die vervolgens konden plaatsen bij die grote kapitaalverschaffers.

Een efficiënte markt voor het doorverkopen van hypotheek kon echter alleen ontstaan als de kosten van de transactie gering waren. Aangezien iedere hypotheek zijn eigen karakteristieken kent, verschilt de juiste prijs voor iedere hypotheek. Een huizenbezitter met onzeker inkomen, een relatief hoge hypotheek of grote schulden, zal sneller zijn hypotheek niet meer kunnen betalen. De prijs van zo'n hypotheek is dus lager. Een pensioenfonds dat zou willen beleggen in hypotheek, zou over de prijs van elke afzonderlijke hypotheek moeten onderhandelen met de uitgevende bank, een kostbare aangelegenheid.

Financiële innovatie in de vorm van securitisatie bood banken een oplossing voor dit probleem. Banken verstrekten hypotheek aan huizenkopers, bundelden leningen en knipten de bundels op in handzame pakketten, en verkochten deze aan andere investeerders zoals hedgefondsen, verzekeraars, pensioenfondsen en banken. Leningen werden op deze manier verhandelbare effecten of, in het Engels, *securities*, vandaar de term securitisatie. In de jaren zeventig van de vorige eeuw paste Ginnie Mae, een Amerikaanse overheidsinstantie gerelateerd aan het Amerikaanse ministerie van Volkshuisvesting, dit principe voor het eerst toe, al snel gevolgd door Fannie Mae en Freddie Mac. Het voordeel van dit bundelen en opknippen was dat de pakketten hypotheek zo relatief homogene financiële producten werden, met een afgebakende hoeveelheid kredietrisico. De koper hoefde niet exact de eigenschappen van alle onderliggende hypotheek na te gaan. De hypotheek werden veel gemakkelijker te verhandelen. Ondernemingen die kredietrisico wilden nemen of juist spreiden, konden deze nieuwe financiële producten daarvoor gebruiken. Op deze manier konden markten voor grote volumes aan hypotheek ontstaan. De manier van zakendoen die ze ontwikkelden kreeg een speciale naam: het '*originate-and-distribute*' bedrijfsmodel, letterlijk verstrekken-en-doorgeven.

Om beter te begrijpen hoe securitisatie precies werkt, bekijken we een voorbeeld. Hypotheekverstrekker New Capital Finance, de op één na grootste

verstrekker van subprime-hypotheekleningen in de Verenigde Staten, verstreekte in 2006 voor 51,6 miljard dollar aan subprime-hypotheekleningen. Het bedrijf ging op 2 april 2007 failliet, maar verkocht in 2006 nog 3.949 subprime-hypotheekleningen door aan investeringsbank Goldman Sachs, met een totale waarde van 881 miljoen dollar, gemiddeld ruim 220 duizend dollar per hypotheek. Goldman Sachs securitiseerde de leningen. Daartoe richtte de investeringsbank een speciaal dochterbedrijf op, een zogenoemde *Special Purpose Vehicle* (SPV) met de exotische naam 'GSAMP-Trust 2006-NC2 SPV'. Goldman verkocht de hypotheekleningen aan de SPV. Deze financierde de aankoop door *Mortgage Backed Securities* (MBS) uit te geven. Dit zijn obligaties die recht geven op een stukje van de inkomsten uit de hypotheekleningen. Deze hypotheekobligaties varieerden van extreem veilig tot heel risicovol. Ongeveer 80 procent kreeg het stempel extreem veilig, oftewel AAA, de rest kreeg het stempel risicovol of heel risicovol. Voor 881 miljoen dollar aan risicovolle subprime hypotheekleningen was zo omgezet in ruim zevenhonderd miljoen dollar aan extreem veilige MBS-en. Hoe kon dat?

De truc was om het totaal aan rentebetalingen en aflossingen die een groot aantal hypotheekleningen opleverden, op één hoop te gooien en op te knippen. Om dit te bereiken splitste de bank de rentebetalingen en aflossingen op een slimme manier. Betalingen aan de eigenaren van veilige obligaties hadden voorrang boven betalingen aan de eigenaren van risicovolle obligaties. De eigenaren van risicovolle obligaties stonden dus achteraan in de rij. Wanneer huizenbezitters hun rente niet op tijd betaalden of leningen niet op tijd aflosten, waren zij als eersten de dupe. De betalingen aan de kopers van de veilige obligaties kwamen pas later in gevaar als nog meer huizenbezitters niet betaalden, waardoor de houders van risicovolle obligaties niets meer kregen. De kans hierop achtte de bank klein: daarvoor moesten te veel huizenbezitters tegelijk in gebreke blijven. Daarnaast brachten ze nog allerlei veiligheidskleppen aan, die ervoor moesten zorgen dat de kopers van extreem veilige obligaties geen last zouden hebben van wanbetalingen. Ze hielden bijvoorbeeld een voorraad geld apart, of sloten een verzekering af.

Maar de financiële whizzkids van zakenbanken als Goldman Sachs waren na één ronde nog niet klaar. Ze konden de risicovolle obligaties uit de eerste ronde samenvoegen met risicovolle obligaties uit andere securitisaties en opnieuw herverpakken en opsplitsen. Een andere SPV kocht de risicovolle

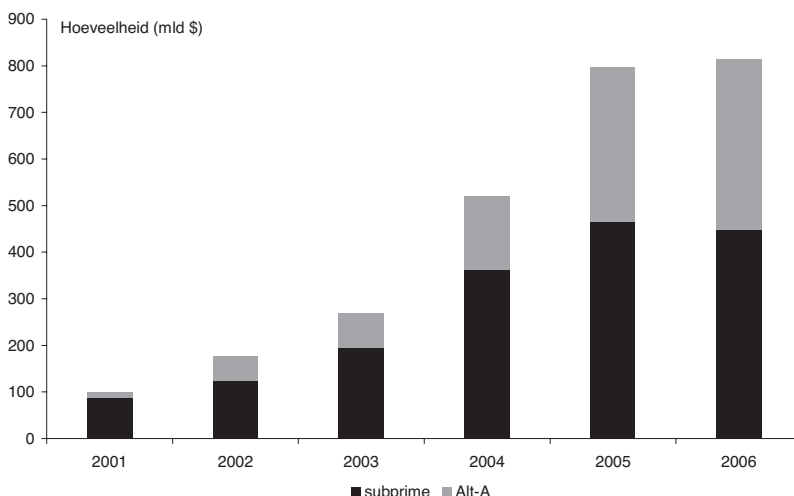
obligaties die recht gaven op een deel van de rentebetalingen van hypotheeken. Om de aankoop te financieren gaf deze SPV ook weer veilige en risicovolle obligaties uit, zogenoemde *Collateralized Debt Obligations* (CDO), die recht gaven op een deel van de rentebetalingen uit de MBS-en. Het idee was precies hetzelfde: voeg de inkomsten uit de obligaties samen en splits ze slim op. Als er voor tien euro aan risicovolle obligaties zo'n SPV inging, kwam er voor zes euro aan veilige CDO's uit. Het hele proces kon zelfs nog een keer herhaald worden. Een derde SPV kocht dan de risicovolle CDO's, voegde de rentebetalingen opnieuw samen en knipte die weer op. Uiteraard werd de aankoop opnieuw gefinancierd door risicovolle en veilige obligaties uit te geven, wat resulteerde in zogenoemde 'CDO's-in-het-kwadraat'.

Een groot deel van de subprime- en Alt-A hypotheeken die banken verstrekten, werd op deze manier gebundeld en doorverkocht. Zo verdwenen de leningen van de bankbalans en was de bank van het risico af dat consumenten hun leningen niet zouden aflossen. Met het geld van de verkoop kon de bank weer nieuwe leningen gaan verstrekken. Het risico van de nieuwe producten zou zo terecht komen bij partijen die juist op zoek waren naar rendement op hun kapitaal en bereid waren daarvoor risico te dragen. Daar is niets verkeerd aan, zolang dit risico transparant is en de prijs van het risico klopt. Daar ging het echter mis.

Om gesecuritiseerde hypotheeken voor een goede prijs te kunnen verkopen, moesten de banken eerst langs bij een kredietbeoordelaar. Een kredietbeoordelaar schat voor verschillende soorten financiële producten de kans in dat de koper van het product zijn geld niet terugkrijgt. Veilige leningen, zoals overheidsobligaties van stabiele economieën, worden vrijwel altijd terugbetaald, en krijgen dus een hoge kredietbeoordeling. Onveilige leningen, zoals obligaties van bedrijven die in financiële moeilijkheden zitten, krijgen een lage beoordeling. Wereldwijd bestaan er drie grote kredietbeoordelaars, de twee reuzen Moody's en Standard and Poor's, en het kleinere Fitch.

Kredietbeoordelaars verdienden een goede boterham aan het bedrijfsmodel van verstrekken-en-doorgeven. De winst van Moody's bijvoorbeeld, verdrievoudigde tussen 2002 and 2006. In 2006 behaalde Moody's iets minder dan de helft van zijn omzet uit diensten die aan securitisatie gerelateerd waren. Die diensten bestonden uiteraard uit het inschatten van risico's,

Figuur 1.1 Snelle groei gesecuritiseerde subprime- en Alt-A hypotheek



Bron: Adam Ashcraft, en Til Schuermann, Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit, FRB of New York Staff Report, No. 318

maar ook uit het adviseren van banken hoe ze een zo groot mogelijk deel van hun leningen als ‘veilig’ konden classificeren. De pakketten gebundelde en opgeknipte leningen zaten hierdoor nog net aan de goede kant van de grens tussen veilig en onveilig. Financiële instellingen hadden voordeel bij als ‘veilig’ geclassificeerde producten, omdat ze dan minder reservekapitaal opzij hoefden te zetten.

Figuur 1.1 laat zien hoezeer de Amerikaanse markt voor securitisatie van subprime- en Alt-A hypotheek in de jaren voorafgaand aan de crisis groeide. Het totale volume ging in vijf jaar tijd maar liefst acht keer over de kop. Maar de opkomst van deze nieuwe technologie bleek de bewakingsrol van banken te ondermijnen. Het meelifersprobleem, waar banken juist een oplossing voor boden, kon daardoor weer zijn kop opsteken.

De bewaking verslapt

Door de opkomst van securitisatie veranderde de rol van banken. Vroeger financierden én verstrekten banken hypotheek en andere leningen. Door het verstrekken-en-doorgeven-model konden meer en meer partijen de rol