

Kredietcrisis vraagt breed begrip

Arnoud W.A. Boot

SAMENVATTING In deze bijdrage wordt een overzicht gegeven van de kredietcrisis. Aan bod komen de oorzaken van de kredietcrisis, met ook een historisch perspectief, en de oplossingsrichtingen naar de toekomst. Een van de grote problemen bij het trekken van de juiste lessen uit de kredietcrisis is dat het een veelhoofdig 'monster' is. Enerzijds zijn er pure macro-economische aspecten en anderzijds hele 'down to earth' micro-aspecten. Deze laatste gaan over het gedrag van bankiers en toezichthouders en richten zich op individuele banken. Macro-aspecten zijn zaken die te maken hebben met hoe de wereldeconomie loopt en hoe beleid hierop aangrijpt. Te onderscheiden zijn hier onder meer monetair beleid en begrotingsbeleid van overheden, en vooral de invloed hiervan op de handelsbalans; zie het grote handelstekort van de Verenigde Staten ten opzichte van China dat tot grote kapitaalbewegingen aanleiding heeft gegeven.

Doordenkend over de dynamiek van de wereldeconomie in al haar facetten die ten grondslag ligt aan de financiële crisis is de vraag: hoe voorkomen we dat de crisis uiteindelijk, nadat het ooit is overgewaaid (ja, dat zal gebeuren...), tot verwaterde lessen leidt omdat er teveel schuldigen en oorzaken zijn aan te wijzen? Hopelijk biedt de systematische analyse in dit artikel een houvast. De belangrijke les die zal worden getrokken is dat er aanpassingen nodig zijn, zowel op het macro- als op het microniveau.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK De kredietcrisis is van grote betekenis voor het functioneren van de Nederlandse economie. Een beter begrip hiervan biedt houvast voor het beleid op zowel macro- als ondernemingsniveau. In meer abstracte zin laat deze bijdrage zien hoe omgevingsfactoren van invloed zijn op het gedrag van financiële instellingen.

1 Macro-aspecten en historisch perspectief

Wie de kranten openslaat kan niet ontkomen aan de vergelijkingen die worden gemaakt met de crisis van 1929, of beter gezegd de jaren twintig en dertig uit de vorige eeuw. Hoewel ver gezocht – toen was er armoede, nu grote welvaart en aanzienlijke sociale voorzieningen – zijn er wel degelijk overeenkomsten. De huidige kredietcrisis toont – net als toen – aan dat de fundamenten van ons financieel

stelsel verre van solide zijn. Ook ontstond de crisis toen na een aantal euforische jaren – de Roaring Twenties, jaren van ongebreidelde groei.

De jaren '20 waren vooral voor Amerika euforische jaren tot dat de beurscrash van 1929 daar een abrupt einde aan maakte. Deze episode doet denken aan de achter ons liggende jaren '90. Net als in de jaren '90 onderging de maatschappij in de jaren '20 grote veranderingen. Was het in de jaren '90 de ICT-revolutie (toepassingen van informatie- en communicatietechnologie), in de jaren '20 was het de toepassing van elektriciteit. De economie realiseerde in beide decennia grote productiviteitsstijgingen en hoge werkgelegenheid, in combinatie met lage inflatie. Het meest opvallend zijn ongetwijfeld de extreem hoge rendementen op de effectenbeurs in beide decennia. Zowel van 1923 tot 1929 als van 1994 tot 2000 steeg de beurs met 17 procent per jaar na inflatie.

Euforie gaat bijna altijd hand in hand met excessen. Zo was in de jaren '20 en de jaren '90 sprake van (naar later bleek) veel te hoge investeringen in het 'nieuwe'; zie de grote investeringen in telecommunicatie eind jaren '90. In zo'n klimaat worden aandelenkoersen opgestuwd, iedereen wil meedoen, het feest moet vooral doorgaan – waarbij manipulatie niet wordt geschuwd. Zie de piramideachtige beleggingen in aandelen net voor de beurscrash van 1929 en de accountingschandalen rond 2000. Aan alle euforie komt ooit een einde en dat gaat zelden zachtzinnig. De euforie van de jaren '90 leidde weliswaar tot een zeer zware correctie op de beurs, maar de koersval van begin jaren 2000 had in eerste instantie een beperkt negatief effect op de economie als geheel en op financiële instellingen in het bijzonder. We vergaten het zelfs. De euforie keerde in de loop van 2003 terug en via hoge bestedingen, veel lenen, weinig sparen (althans in de Westerse wereld) ontstonden nieuwe 'bubbles' op aandelenbeurzen en huizenmarkten. De kredietcrisis vanaf 2007 heeft hier een abrupt einde aan gemaakt, en inderdaad worden we ook nu weer 'verblijd'

met manipulatie (zie bijvoorbeeld het beleggingsschandaal rond Madoff).¹

Een belangrijke andere overeenkomst met 1929 is dat de huidige crisis verergerd wordt door banken. In 1929 waren banken spinnen in het web van de beurshausse, via leningen betrokken bij de financiering van aandelenportefeuilles, en raakten dus prompt in financiële moeilijkheden toen de beurskoersen kelderden. Natuurlijk, er waren meer oorzaken van het massaal falen van banken toen. Zo kenden banken in die jaren ook geen betrouwbare verzekering van deposito's, dus *bank runs* waren onvermijdelijk. Ook was de Amerikaanse centrale bank tijdens de crisis van 1929 terughoudend in het verschaffen van liquiditeit. Wijlen Milton Friedman zag dit als de grootste fout van de centrale banken in de vorige eeuw en als de voornaamste oorzaak van de diepte van de crisis van de jaren '30. Immers, een krapgeldpolitiek in een periode van tegenspoed verstikt de economie.

Bij de koersval van 2001 en in de huidige crisis is lering getrokken uit deze les. Het monetair beleid is ruim: de geldhoeveelheid werd (en wordt) op peil gehouden. Aggressieve liquiditeitsinjecties aan individuele banken moesten er daarnaast voor zorgen dat iedereen toegang heeft tot genoeg 'smeermolie', en niet ten onder gaat aan een gebrekkige toegang tot liquide middelen. Hoewel met deze liquiditeitsinjecties de fout van 1929 is vermeden, is het verstrekken van onbeperkte liquiditeiten niet helemaal zonder risico. Centrale banken eisen hiervoor goed onderpand en accepteren in principe geen kredietrisico², maar toch worden slechte instellingen hierdoor mogelijk de gelegenheid geboden door te rommelen zonder echt orde op zaken te stellen.

Inmiddels is duidelijk dat de problemen in het bankwezen dermate groot zijn dat overheden zo ongeveer volledig garant moesten gaan staan voor hun financiële instellingen. Een van de belangrijke vragen is of hiermee niet ook zwakke spelers kunnen blijven overleven, en als een soort 'zombiebanken' de oplossing van de crisis vertragen, en mogelijk verergeren. Dit lijkt overigens op Amerikaanse luchtvaartondernemingen die, als ze in financiële moeilijkheden zitten, zich jarenlang verschuilen achter 'Chapter 11' – een soort surseanceprocedure – en doorvliegen zonder echt aan hun gezondheid te werken. Een andere vergelijking is Japan in de jaren negentig, waar banken in deplorabele staat jaren hebben kunnen 'doorrommelen' en daarmee economisch herstel hebben doen bemoeilijken. Hierover later meer.

Hier is ook een vergelijking met de Zweedse bankcrisis van begin jaren '90 op zijn plaats. Deze kon snel worden opgelost omdat de Zweedse overheid de zieke banken meteen overnam en reorganiseerde. De huidige crisis is echter

aanzienlijk complexer. Zogenaamde subprime hypotheek, verstopt in allerlei complexe instrumenten, een veel grotere schaal van de betrokken instellingen, vele grensoverschrijdende vertakkingen en een betrokkenheid van zeer diverse en met elkaar verweven financiële instellingen vertroebelen het beeld. Het 'geredde' AIG bijvoorbeeld was een verzekeraar die nogal ver van zijn leest was geraakt en zakenbankje speelde op een ongekende schaal. Een breed reddingsplan voor de 'overname' van de financiële sector, of althans de slechte delen daarvan, door de Amerikaanse overheid is dan ook uitermate complex. De complexiteit van vandaag maakt het ook moeilijk voorstelbaar dat in 1933 de toenmalige president Franklin D. Roosevelt een algemene sluiting van alle banken afdwong (*bank holiday*) om vervolgens na het passeren van noodwetgeving solvabele instellingen weer toe te staan de deuren te openen.

Het historische plaatje zou niet compleet zijn als de grote internationale macro-economische instabiliteit van zowel de jaren '30 als nu zou worden genegeerd. Destijds bleef de crisis niet beperkt tot de Verenigde Staten. Hoewel een veel minder grote verwevenheid van de wereldeconomie toen voor de hand lag, was na de Eerste Wereldoorlog sprake van een nauwe verwevenheid van Amerika en Europa. De Europese landen waren door de Eerste Wereldoorlog verzwakt. Duitsland en het Verenigd Koninkrijk waren sterk afhankelijk van export, en dus kwetsbaar. Bovendien zorgde de zogeheten goudstandaard voor relatief vaste wisselkoersen, en deze prijsde het Verenigd Koninkrijk uit de markt met betalingsbalanstekorten, en dus een kapitaalbehoefte als resultaat. Duitsland zat met zijn opgelegde torenhoge herstelbetalingen. Dus bleef Amerika over als de internationale financier en dat maakte de wereld sterk gevoelig voor de crisis die op donderdag 24 oktober 1929 uitbrak.

De kredietcrisis van vandaag is automatisch een internationale crisis vanwege de verwevenheid in het financieel systeem. Maar ook de grote internationale kapitaalstromen door de lage besparingen in de VS (met dito betalingsbalanstekort) en de extreem hoge besparingen in bijvoorbeeld China, versterken de verwevenheid en maken het financieel stelsel steeds belangrijker. Deze kredietcrisis is dan ook een wereldwijde crisis. De grote internationale kapitaalstromen die samenhangen met de grote tekorten in de VS en overschotten in China betekenen ook dat China zijn overvloed aan dollars moet beleggen in het land van herkomst, de VS. China heeft dit massaal gedaan in Amerikaans staatspapier. De lage rente die door deze overvloed werd afgedwongen heeft ongetwijfeld verdere problemen veroorzaakt. Voor Amerikanen werd lenen goedkoper, dus kon men zich in de schulden blijven steken met dito grotere tekorten en beleggers zochten naar extra rendement in de lage rente omgeving. Deze zoektocht naar

'yield' leidde tot extra risico en dus riskantere beleggingen. Macro-economische instabiliteit heeft dus grote consequenties voor het gedrag van individuen: in dit geval nodigde het uit tot meer lenen en meer risico nemen.

Ook is er – waarschijnlijk terecht – gewezen op het ruime Amerikaanse monetaire beleid na de beurscorrectie van 2002. Dit heeft bijgedragen aan de zeer lage rentes in de laatste jaren en dus het leengedrag aangemoedigd en heeft daarmee bijgedragen aan het ontstaan van de nieuwe 'bubbles' op de huizenmarkt en de aandelenmarkt in 2005-2007.

2 Banken: transactiegedrevenheid en gebrek aan verankering

De belangrijkste directe aanleiding van de huidige crisis is het onverantwoorde gedrag van financiële instellingen. Al dan niet door kuddedrag gedreven hebben zij veel te veel risico's genomen. Maar toezichthouders treft ook blaam: zij hebben belangrijke steken laten vallen. Ik kan mij niet aan de indruk onttrekken dat de veerkracht die het bankwezen heeft getoond bij de koersval op de beurs in 2001, toezichthouders in slaap heeft gesust met de gedachte dat de sterke verwevenheid van het bankwezen een teken van kracht was. Risico's werden breed gedragen en het systeem als geheel toonde stabiliteit, althans zo werd gedacht. Nu staat iedereen weer met beide benen op de grond. De verwevenheid van het systeem lijkt een probleem en geen teken van kracht.

Waar zie ik de specifieke problemen? Achtereenvolgens bespreek ik de transactieoriëntatie die steeds meer is gaan domineren, de schadelijke invloed van macht, het gebrek aan verankering en de gevolgen van diverse vormen van kuddedrag.

Transactieoriëntatie

De fundamentele onderliggende kracht waardoor banken uit evenwicht zijn geraakt is de toegenomen verwevenheid van bancaire activiteiten met het wel en wee van financiële markten. De dominante rol van financiële markten, waar transacties je in één keer rijk kunnen maken, biedt te veel verleidingen. Of het nu de beursgang is van Nina Brink's WorldOnline of de deal die de vier investment bankers in Londen 'vierden' met vier flessen Petrus wijn van 44.000 pond: transacties zorgen ervoor dat er heel veel geld is te verdelen. Geld maakt corrupt wordt wel eens gezegd. En inderdaad, als er zoveel geld is te verdelen, wordt het lastig ethisch gedrag te waarborgen.

De problemen in de financiële sector gaan veel verder. Als het alleen om ethisch gedrag gaat, is het een beetje willekeurig om het bankwezen eruit te lichten. Immers, wat te denken over de vastgoedsector? Inderdaad, transacties in die branche roepen, als ik de nieuwsberichten ook maar een

klein beetje mag geloven, nog nadrukkelijker het slechte in de mensheid naar boven. Verschil is dat het bankwezen een publieke rol heeft. Banken zijn de smeerolie van de economie. Als het bankwezen in de problemen is, dan heeft de rest van de economie daar veel last van. In economenjargon: de financiële sector heeft grote externe effecten.

Wie het bankwezen tot een jaar of twintig geleden bekeek, zag een nogal saaie en voorspelbare sector. Een gemiddelde bank gedroeg zich bijna als een overheidsministerie met vergelijkbare hiërarchie en functies. De bancaire business had veelal een duidelijke relatie-oriëntatie. Klanten waren misschien wel levenslang klant, en klanten afpakken van een 'collega-bank' was *not done*. Financiële markten speelden, zeker op het Europese continent, een relatief ondergeschikte rol. Financiering liep via de balans. Emissies op de kapitaalmarkten waren beperkt. Het overnamespel bestond amper. Deze voorspelbare omgeving is de laatste decennia ingeruild voor een dynamischer omgeving met een belangrijke rol voor transacties en financiële markten. Overnames, emissies op de kapitaalmarkten, allerlei *structured finance*-activiteiten (bijvoorbeeld het 'verpakken' en doorverkopen van hypotheekleningen via securitisatie) en handel voor eigen rekening door de banken (*proprietary trading*) hebben de overhand gekregen. Deze ontwikkelingen hangen samen met de grotere dynamiek in de maatschappij en het bedrijfsleven in het bijzonder. De voorspelbaarheid van weleer is verdwenen.

Het grote probleem is dat de transactieoriëntatie een eigen leven krijgt. Transacties zijn verslavend, een soort heroïne. Het proces schiet dan door. Transacties, en de hoge transactiegerelateerde beloningen (bonussen), oefenen een grote aantrekkingskracht uit op 'the best and the brightest'. Maar transacties zijn per definitie kortetermijngerelateerd. Als een deal doorgaat is de beloning binnen. Wat er later gebeurt, is het probleem van een ander. Ook is het veel meer opportunistisch gericht. De beurshausse is er vandaag, morgen misschien niet meer. Dus hoe vandaag zo snel mogelijk te profiteren? Hoe anders is het in het relatiegeoriënteerde bankieren. Zorgvuldig worden over de tijd relaties opgebouwd met klanten. Relaties hebben een tijdselement. Per definitie hebben relatiegeoriënteerde bankiers een veel groter belang bij een langetermijnorientatie. De spanning is ook mooi zichtbaar bij de zorgvereisten waaraan banken onderhevig zijn. Zij moeten in het belang van de klant adviseren, maar hebben evident een eigen commercieel belang dat hiervan kan afwijken. De transactieoriëntatie maakt het wel heel lastig om deze te verenigen.

Macht bij dealmakers

Evident leidt een transactieoriëntatie tot grote risico's, en de beloning van de betrokkenen maakt het buitengewoon

lastig om dit in de hand te houden. Wie denkt dat een Raad van Bestuur van een bank dit wel in de hand kan houden komt bedrogen uit. Een eerste reden is dat waar het geld wordt verdiend, de macht ligt. Een voorbeeld zijn de structured finance-(securitisatie)afdelingen die in de huidige kredietcrisis zo'n belangrijke rol speelden. Deze afdelingen verdienden goud geld met het verpakken en doorverkopen van hypotheeklen. Wat gebeurde er intern in de bank toen deze 'verpakkingsafdelingen' zo succesvol werden? Inderdaad, de betrokkenen werden gezien als 'stars'. Ze kregen macht.

De problemen bij Barings Bank midden jaren negentig zijn een ander mooi voorbeeld. Het eindplaatje was dat Nick Leeson met zijn handelsactiviteiten in Singapore Barings failliet wist te krijgen. Maar dat was niet het echte verhaal. Het echte verhaal was dat Leeson enige tijd buitengewoon succesvol was geweest in zijn handelsactiviteiten. Hier tegen was het management van Barings niet bestand, en Leeson kreeg steeds meer macht om zaken naar zijn hand te zetten. Dit is niet veel anders dan de geweldige macht die structured finance-afdelingen de laatste jaren hadden verkregen.

Het mechanisme van 'macht' heeft via verschillende kanalen een grote en mogelijk zelfs destructieve invloed. Ja, macht betekent dat leidende posities in de betreffende bank worden verworven. Hierdoor komen de transactiegeoriënteerde bankiers letterlijk aan de macht en kunnen zaken uit evenwicht raken. Zo plaatste ABN Amro eind jaren negentig zijn op transacties gerichte wholesale-activiteiten bovenaan in de pikorde. Tijdens de beurs hausse in de voorgaande jaren was hier goud geld verdiend. Maar toen de hausse over was, bleek ABN Amro veel minder goed in deze activiteit dan gedacht en werd uiteindelijk het saaiere relatiegeoriënteerde commercial banking in ere hersteld.

Macht leidt vaak tot buitengewoon schadelijke processen. Wie macht krijgt, wil macht behouden. Voor de 'verpakkingsafdelingen' betekende dit dat de 'verpakkingsmachines' moesten blijven draaien en liefst op de steeds hogere snelheid. Is het dan raar dat op een gegeven moment de zoektocht naar nieuwe hypotheeklen, die in de verpakkingsmachines moeten worden gegooid, leidt tot acceptatie van steeds laagwaardiger hypotheekklanten? En dat is precies wat met het transactiegeoriënteerde bankieren gebeurt. Er is altijd wel een nieuwe hype in de markten. Nu was het securitisatie, wie weet wat de volgende is. Bij elke hype lijkt het transactiegeoriënteerde bankieren verleidelijk winstgevend. Zelden is iemand opgewassen tegen de daarmee verworven macht van de grootverdieners.

Deze processen worden verder versterkt doordat bestuurders zelf in toenemende mate eenzelfde transactieoriëntatie kennen. Bestuurders zijn passanten geworden. Ingehuurd voor een kunstje om een paar jaar later weer verder te trekken. Hun beloning is daarmee automatisch sterk gericht op kortetermijnprestaties. Dit soort processen doorbreken lijkt bijna onmogelijk. Als je begint over de verkeerde prikkels in de beloning dan wordt geroepen dat men geen keus heeft, de concurrent doet het immers ook. Dus om goede mensen te krijgen moeten we allemaal meedoen. Kuddegedrag dus. Hierover zo meteen meer.

Verankering

En dan is er nog de problematiek van verankering. De transactieoriëntatie waar in het voorgaande zo nadrukkelijk over is gesproken maakt 'footloose', dat wil zeggen de verankering gaat verloren. Een relatieoriëntatie geeft een lokale verankering, en leidt tot een minder hypegevoelige wijze van opereren. Het geeft dus vastigheid, ofwel een soort verankering. De dominantie van financiële markten heeft dit doorbroken en de hypegevoelige transactieoriëntatie losgelaten op het bankwezen met dito grotere risico's.

Dit is overigens een (nog) breder verschijnsel. De essentie van het kapitalisme zoals het de afgelopen twintig jaar vorm leek te krijgen was, dat de economische activiteit losraakte van haar locatie. Een opmerking van een voormalig ABN Amro-bestuurslid die mij altijd zal bijblijven was: 'Het is maar toevallig dat ons hoofdkantoor in Amsterdam staat, het zou ook in Chicago kunnen staan.' Deze opmerking heeft de bank veel schade toegebracht. Niet alleen was het hierdoor heel moeilijk voor de Nederlandse overheid om deze bank te hulp te schieten toen ze klem kwam te zitten maar belangrijker nog, de volstrekte ontkenning van het belang van lokale verankering deed de bank tussen wal en schip belanden. Niet geschikt voor het grote internationale investment banking-spel (wat inmiddels trouwens gecrasht is), maar ook volstrekt ongeschikt voor effectief lokaal bankieren. Lokale klanten bedienen was bijna te min.

De huidige financiële crisis laat precies zien waar het vastloopt. Huis-, tuin- en keukenbanken die zich verankerden in lokale financiële dienstverlening kwamen niet in de problemen. Rabobank is een goed voorbeeld. De coöperatieve structuur van deze bank geeft haar een niet te doorbreken lokale verankering.

Moral hazard, belangentegenstellingen en kuddegedrag

Daarnaast is er ook nog de 'asymmetrie' in het bankwezen. Als het meezit worden de bankiers rijk, als het tegenzit kunnen ze zomaar wegllopen en is de rekening voor ons allemaal. Als je als bank maar redelijk groot bent word je

gered. Een dergelijke asymmetrie lokt moral hazard uit: risico's kunnen op rekening van anderen – lees de maatschappij – worden genomen. De recente kredietcrisis heeft goed laten zien hoe dat bij het bankwezen werkt.

Een belangrijke ontwikkeling is dat in toenemende mate de financiële sector bevolkt lijkt met individuele verlies- en winstrekeningen. Eigen belang staat voorop. De binding met de organisatie zelf lijkt beperkt. Een dubbelte meer en men werkt voor de concurrent. Dat een dergelijke vorm van individualisme heeft toegeslagen in de maatschappij weten we, maar de financiële sector lijkt er meer dan gemiddeld mee behept. Dat handelaren en investment bankers zich in deze categorie bevinden is niet verrassend, maar dat bestuurders hier nu ook in toenemende mate in vallen is nieuw. Dit vertaalt zich in mogelijk grote tegenstellingen tussen de belangen van de individuen en de belangen van de organisatie als geheel. Saamhorigheid en het zelfcorrigerende vermogen van organisaties lijken erdoor aangetast.

De problemen worden verder verergerd door andere vormen van kuddegedrag. Kuddegedrag is de grote nachtmerrie voor toezichthouders. Het betekent immers dat men geneigd is dezelfde fouten te maken. De sector als geheel kan dan in problemen komen. En juist in die omstandigheden – vergelijk de huidige kredietcrisis – zijn de externe effecten op de rest van de economie groot. Verschillende vormen zijn van belang. Een eerste vorm is meegaan in hypes. Deze vorm is niet uniek voor het bankwezen. Wat wel bijzonder is aan de financiële sector is het gemak waarmee men kan meedoen aan hypes. De gemakkelijke toegang tot de financiële markt speelt hierbij een cruciale rol. In tegenstelling tot andere bedrijven kunnen financiële instellingen in een handomdraai hun risico-profiel fundamenteel veranderen. Dit gemak maakt kuddegedrag zo gevaarlijk.

Een tweede vorm is minstens zo verontrustend. Financiële spelers hebben er vaak belang bij om dezelfde keuzes te maken. Het motto is: beter allemaal tegelijk fout dan alleen fout. Gelijk hebben terwijl iedereen het verkeerde heeft gedaan levert vaak minder voordelen op dan de lasten van het omgekeerde: verkeerd zitten terwijl iedereen goed zit. Vaak is dit heel rationeel. Ook al ben je negatief over China, als iedereen positief is, heeft het weinig zin als vermogensbeheerder een tegenovergestelde positie in te nemen. En zo hobbelen we allemaal in dezelfde richting, totdat de wal het schip keert. De nieuwe Basel 2-kapitaalregulering nodigt ook uit tot kuddegedrag. Iedereen moet een gecertificeerd model hebben om te profiteren van meer schappelijke kapitaaleisen. Maar welk model gebruik je? Een eigen model, of een model dat al is gecertificeerd? Het laatste

natuurlijk. Maar dat betekent dat iedereen straks hetzelfde model gebruikt. En wat weten we van modellen? Die kunnen verkeerd zijn, dus iedereen zit straks tegelijk verkeerd.

3 Wat moet er gebeuren?

Ik bespreek eerst structurele aanpassingen voor de lange termijn, en vervolgens maatregelen op de korte termijn. De lange termijn betreft hoe wij tegen het bankwezen in de toekomst moeten aankijken en welke veranderingen in toezicht, regelgeving en/of structuur van het bankwezen gewenst zijn. De korte termijn gaat in op de huidige ingrepen door de overheid in de financiële sector. Dus in wezen het 'brandblussen.'

Lange termijn

De fixatie op het verzinnen van oplossingen voor problemen die zich net hebben voorgedaan bergt het gevaar in zich, dat we de oorlog van gisteren aan het bestrijden zijn en dat we morgen weer door iets anders worden verrast. De realiteit is dat we ons nu pas goed realiseren hoe complex de financiële wereld is geworden. Hoe kan een financieel conglomeraat dat in een veelheid aan sectoren opereert en in een veelheid aan landen actief is goed in de gaten worden gehouden? Banken zijn ook radertjes geworden in een steeds meer complex en geïntegreerd financieel systeem. Via de financiële markten, leningen aan elkaar, allerlei over-the-counter-transacties en complexe verhoudingen met andere financiële instellingen zit alles aan elkaar vast. Ook hebben banken satellieten om zichzelf heen gecreëerd om zaken die eerst op de balans stonden op afstand te zetten. Voor de grotere financiële instellingen zijn de verplichtingen buiten de balans een veelvoud van de verplichtingen op de balans. En wat wel of niet een verplichting is, is niet alleen voor toezichthouders moeilijk te bepalen, maar ook voor de banken zelf niet evident.

Zo heeft de verdwenen investment bank Bear Stearns er aan het begin van de crisis in 2007 nog voor gekozen om beleggers in een aantal in moeilijkheden verkerende fondsen tegemoet te komen door de desbetreffende activiteiten terug op haar eigen balans te zetten. Bear Stearns hoopte hiermee het vertrouwen van beleggers te behouden. Dit vertrouwensspel is cruciaal voor financiële instellingen. Zodra het vertrouwen verdwenen is, en collega-banken hun leningen opeisen en financiële markten niet meer bereid zijn te financieren, dreigt de ondergang. Maar vertrouwen (en vertrouwen in toezicht) is een nogal wankel basis voor de stabiliteit van het financieel systeem, terwijl deze stabiliteit van onmetelijk belang is. We kunnen ons geen instabiliteit in het bankwezen veroorloven. Banken zijn smeermolie voor de economie. Een niet onaanzienlijk deel van ons

bedrijfsleven is voor financiering afhankelijk van het bankwezen. Ook bijna publieke taken zoals het verzorgen van het betalingsverkeer zijn in handen van banken.

Natuurlijk is beter toezicht nodig. Maar als dé sleutel van de oplossing is dit mogelijk naïef. De complexiteit van de financiële sector is dermate groot dat toezichthouders achter de feiten aan dreigen te lopen. Meer lijkt nodig om dit op te lossen. Neem bijvoorbeeld de Zwitserse bank UBS die buitengewoon zwaar getroffen is in de huidige crisis. Als het management van UBS zijn eigen gevoeligheid voor risico al niet kon inschatten, hoe kan een toezichthouder dit dan wel?

De echte oplossing moet mogelijk komen van structuurveranderingen in het bankwezen die de sector versterken en het werk van toezichthouders beheersbaar maken. Ik zie een drietal maatregelen. Een eerste is structureel hogere buffers in het bankwezen. Het is volstrekt onverantwoord om banken met minimaal kapitaal in de omgeving van acht procent te laten opereren. Het afdwingen van een structureel hoger eigen vermogen lijkt dan ook wenselijk. Vanuit dit hogere niveau aan eigen vermogen is het voor banken makkelijker om problemen te boven te komen, en is het voor toezichthouders veel makkelijker om tijdig te kunnen ingrijpen.

Een tweede maatregel grijpt aan bij de risico's die financiële instellingen op elkaar hebben uitstaan via zogenaamde over-the-counter-transacties. Dit klinkt wat abstract, maar banken verkopen aan elkaar allerlei instrumenten waarmee ze risico's overdragen. Maar wat garandeert dat partijen aan hun verplichtingen naar elkaar kunnen voldoen? Dit was de belangrijkste reden waarom Bear Stearns gered moest worden; zij was te belangrijk op de relatief nieuwe markt van *credit default swaps* (CDS). Deze praktijken moeten veranderen. De handel in dergelijke instrumenten kan niet zonder een georganiseerde beurs die het risico dat de ander zijn verplichtingen niet nakomt overneemt.

Een derde maatregel is om structurele schotten te plaatsen in de financiële sector. Toezichthouders worden geconfronteerd met een ongrijpbare financiële sector omdat alles in elkaar grijpt. Banken ondernemen ook in toenemende mate activiteiten die geheel los staan van de klant, terwijl de risico's hiervan wel degelijk terugslaan op de gehele bankbalans. Een oplossing kan zijn om (weer) schotten te plaatsen in de financiële sector, waardoor bijvoorbeeld de risico's van handel voor eigen rekening niet meer kunnen terugslaan op de gehele bankbalans. Hoe dit precies te doen, en de haalbaarheid hiervan is onzeker, daar moet zeker over worden nagedacht.

Zijn we er hier dan mee? Zeker niet. De huidige crisis heeft een grote omissie laten zien als het gaat over macro-prudentieel toezicht. Dit is het toezicht op de stabiliteit van het bancaire systeem als geheel, het zogenaamde systeemtoezicht. Hoewel het micro-prudentieel toezicht (het toezicht op individuele banken) zeker versterking behoeft, is gebleken dat het macro-prudentieel toezicht eigenlijk amper bestond op internationaal niveau. Aangezien systeemtoezicht per definitie een internationale zorg is (gezien de grote verwevenheid en het grensoverschrijdende karakter van het bankwezen) is dit een niet te accepteren hiaat. Vandaar ook dat de Commissie Larossiere in haar recente voorstellen onder de ECB een unit wil creëren die verantwoordelijkheden krijgt over het systeemtoezicht.

Een ander heikel probleem is het vraagstuk van deposito-verzekering. De realiteit is dat de directe opvraagbaarheid van deposito's het noodzakelijk maakt om ze te verzekeren. Is hiervan geen sprake, dan zou het minste of geringste gerucht kunnen leiden tot een run op de bank. Maar als dit zo is dan ligt er per definitie een aanzienlijk risico bij de garanderende overheid. Een belangrijker vraag is dan of de betreffende financiële instelling niet aan grote beperkingen gebonden moet zijn in het gebruik van deze deposito's. Als de overheid ze garandeert dan is het toch gek als banken ze naar eigen inzicht aan (onbeperkte?) risico's mogen blootstellen. Dit type moral hazard moet worden opgelost en biedt mogelijk een houvast voor op te leggen structuurveranderingen aan banken. Hieraan gerelateerd is het vraagstuk van grensoverschrijdende deposito's. Deposito's kunnen in principe in de gehele wereld worden aangetrokken. De realiteit is nu dat voor zover de deposito's zijn aangetrokken door juridisch aparte dochterondernemingen ze onder een buitenlands stelsel van depositoverzekering vallen, maar als hiervan geen sprake is dan garandeert het thuisland ze. Is dit houdbaar? Deze vraag raakt de solvabiliteit van afzonderlijke landen. IJsland was niet in staat garant te staan voor de verplichtingen van zijn banken, dus het vraagstuk van solvabiliteit van landen is een serieus vraagstuk.

Korte termijn: wat te doen?

Bij banken moet je tijdig kunnen ingrijpen bij financiële problemen. Je kunt niet wachten op nul. Dus een normaal faillissementsregime kan per definitie niet werken bij banken. Een bank komt al muurvast te zitten ver boven nul. Tijdig ingrijpen is juist ook in het belang van aandeelhouders. Als je niet tijdig ingrijpt loopt de business weg en is binnen de kortste keren een bank niets meer waard. Snel ingrijpen betekent ook dat je niet eerst kunt gaan overleggen met aandeelhouders. Die worden letterlijk gepasseerd. Aandeelhouder zijn in een bank is nu eenmaal anders dan in een niet-financiële onderneming. Het grootste

probleem bij Fortis was dat er niet tijdig werd ingegrepen. Toen er eindelijk werd ingegrepen was het eigenlijk al te laat. De business was geërodeerd en na de eerste 'redding', waar de overheden van België, Nederland en Luxemburg kapitaal in de bank stopten, ging dit gewoon door. De zakelijke klanten liepen hard weg. Het was evident dat een zware herstructurering van Fortis nodig was, en dat zij dit niet meer op eigen kracht kon doen. Vandaar ook de 'echte' oplossing een week later: de pijnlijke déconfiture van Fortis mer een afsplitsing van het Nederlandse deel, en de verkoop van Fortis België aan BNP.

Was er eerder ingegrepen – maanden eerder – dan was er voor de aandeelhouders van Fortis veel meer te halen geweest. De Belgische toezichthouder heeft dit niet aangedurfd, of was niet onafhankelijk genoeg van de invloed van de Lippens-clan, ondanks duidelijke signalen van aanzienlijke problemen. Het echte probleem van Fortis is dus dat er veel te laat is ingegrepen.

Een echte aanpak van de kredietcrisis vraagt ook dat overheden bereid zijn kapitaalinjecties te verschaffen aan banken, of zelfs banken te nationaliseren. De kredietcrisis heeft namelijk het eigen vermogen van banken uitgehold. De Nederlandse overheid heeft terecht gezegd dat eigen vermogen alleen moet worden verschaft aan levensvatbare banken, en dat de overheid in ruil voor het te verstrekken eigen vermogen ook een bepaalde mate van zeggenschap moet verkrijgen.

De kapitaalversterking maakt het ook mogelijk de slechte activa van de bankbalansen te halen. Banken moeten schoner worden om op die manier weer een nieuwe start te kunnen maken. De koppeling van kapitaalversterking aan opschoning van de balans is overigens pas in tweede instantie toegepast (zie de tweede deal met ING waarbij de zogenaamde Alt A-portefeuille is afgezonderd). Kapitaalversterking zonder opschoning laat de onzekerheid over de kwaliteit van de activa van de bank in stand. Dit betekende dan ook een beperkte effectiviteit van de eerste ronde aan steunmaatregelen. Hoe slechte activa moeten worden afgezonderd of opgekocht is geen uitgemaakte zaak. Het afzonderen zoals bij ING is gebeurd (en trouwens ook bij Citicor) is een methode, maar er kan ook worden overgegaan tot het opkopen van slechte activa. In de VS wordt getracht deze weg te bewandelen. Het oorspronkelijke Paulson-plan voorzag hierin. De nieuwe Amerikaanse minister van Financiën Geithner heeft dit plan verder uitgewerkt en tracht private partijen te interesseren tot het bieden op deze activa met behulp van grote overheidsgaranties.³

Daarnaast bevat de 'toolkit' van overheden de mogelijkheid leningen aan banken te laten garanderen. Hiermee kunnen

banken zich makkelijker financieren, en zou de interbancaire markt weer kunnen gaan werken. Uiteraard kan dit geen permanente maatregel zijn, maar in de huidige uitzonderlijke omstandigheden creëert het rust. Tezamen met zeggenschap en een hoge kapitaalbuffer valt het risico voor de overheid te beperken.

Bij niet levensvatbare banken moet snel en hard worden ingegrepen. Een reorganisatie (met verandering van management) al dan niet met nationalisatie is dan nodig. Kapitaalinjecties in een dergelijke bank zonder ogenblikkelijke reorganisatie zijn verspillend. Denk aan Fortis. De oorspronkelijke oplossing voorzag alleen in kapitaalinjecties en negeerde het totale gebrek aan levensvatbaarheid van Fortis in haar toenmalige vorm. Aan een ontmanteling van Fortis viel dan ook niet te ontkomen.

Overigens is het belangrijk op te merken dat veel banken de problemen aan zichzelf te wijten hebben. Zo hebben huis-, tuin-, en keukenbanken die louter verantwoorde leningen verstrekken en zich financieren met deposito's (en goed zijn gekapitaliseerd) geen probleem. Banken die of problematische activa hebben (rare instrumenten of slechte hypotheekleningen), of zich (te) kort financieren op de financiële markt of weinig kapitaal hebben, hebben een probleem. En het probleem is groter naarmate ze er meer dan één van hebben.

Maar wordt er hard genoeg ingegrepen? Ik zie een viertal problemen. Een eerste is dat landen zelden hard genoeg zijn voor hun eigen banken. Dit betekent dat men geneigd is harde reorganisaties bij niet levensvatbare banken uit te stellen. Het betreffende land zelf is op deze manier nogal inefficiënt bezig en heel duur uit (het grote voorbeeld hiervan is Japan), maar voor zover men wel kapitaal en garanties geeft is dit voor banken in andere landen een relatief beperkt probleem. Ten tweede zijn sommige landen te klein voor hun banken (IJsland). Nederland zit beter dan IJsland, maar de grote omvang van de financiële sector ten opzichte van het nationaal product is een probleem. Ten derde aarzelen banken meestal om de kapitaalversterking te accepteren. Men is bang gestigmatiseerd te worden. Er is dus coördinatie nodig, zodanig dat banken er wel gebruik van maken. Het laatste probleem is aan wie kapitaalinjecties moeten worden aangeboden. Men is geneigd het bankwezen in te delen in systeemrelevant ('hoe dan ook overeind houden'), en niet-systeemrelevant ('kan vallen'). Maar grote voorzichtigheid is hier nodig. Alles is verweven met elkaar en ten tijde van een crisis zoals we die in 2007-2009 meemaken is het buitengewoon lastig niet op een breed front in te grijpen.

Dit brede ingrijpen is zeer kostbaar, en zeker ook voor de

belastingbetaler. De vraag is of deze verliezen kunnen worden verminderd. Eerder is aangegeven dat structurele maatregelen nodig zijn om het bankwezen minder systeemrelevant te maken, of althans meer te segmenteren waardoor een dergelijke brede crisis niet nog een keer zal plaatsvinden. Ten tijde van een crisis is de vraag of anderen kunnen meedelen in de schade. De aandeelhouder draagt grote verliezen. De partij die in Nederland nog buiten schot is gebleven zijn de obligatiehouders in banken. Deze hebben een redelijk hoge rentevergoeding gekregen (schijnbaar omdat er risico is) maar hebben tot nu toe niet gedeeld in het risico. Deze problematiek is gerelateerd aan het type faillissementswet dat je in het bankwezen zou willen hebben. De noodzaak van tijdig ingrijpen betekent dat je niet op een faillissement wilt wachten. Een onteigeningswet kan een dergelijk tijdig ingrijpen mogelijk maken. Daarin zal geregeld moeten worden hoe wordt omgesprongen met obligatiehouders.

4 Overheid als 'eigenaar'

Bij het Ministerie van Financiën bestaat een terechte zorg over hoe de vele belangen in de financiële sector te managen. De risico's zijn enorm. Het IMF stelt dat als gevolg van garanties aan de financiële sector de Nederlandse overheid samen met de Ierse de grootste risico's lopen.

Een snelle aanpak van dit probleem is noodzakelijk. De ambtenaren in het ministerie draaien overuren maar zij zijn niet aangesteld voor het langdurig managen van zulke enorme belangen. Institutionele structuren om deze risico's te managen ontbreken. De risico's lopen via directe participaties en garantstellingen in de honderden miljarden – meer dan de hele staatsschuld voordat de crisis toesloeg. Deze risico's worden nu niet door één hand maar door verschillende afdelingen gemanaged. En dat terwijl de kredietcrisis heeft geleerd dat geïntegreerd risicomanagement cruciaal is.

Hopen dat de overheidsingrepen tijdelijk zijn is naïef. Het ziet er naar uit dat de overheid zich nog jaren intensief met de financiële sector zal moeten bemoeien. Voorlopig zijn er immers geen private partijen die de risico's van de belastingbetaler willen en kunnen overnemen. En dat is begrijpelijk want niemand weet hoe de financiële sector van morgen er uit zal gaan zien.

Het wiel hoeft niet op nieuw te worden uitgevonden. Richt naar Zweeds voorbeeld⁴ een agentschap op met een helder, democratisch gelegitimeerd mandaat: het zoveel mogelijk beheersen en bewaken van de risico's voor de Nederlandse belastingbetaler. Dit is een aparte verantwoordelijkheid naast die van De Nederlandsche Bank, die in samenspraak met de Minister van Financiën moet

zorgen voor stabiliteit van het Nederlandse financiële stelsel. Het agentschap moet onder leiding staan van een onkreukbare bestuurder met een kleine staf en kan verantwoording af leggen aan de regering en heeft een directe informatieplicht aan de Kamer, zonder tussenkomst van de regering.

Dit biedt een onafhankelijke en krachtige invulling van de rol van de overheid bij het besturen van de financiële sector. Die krachtige rol is nodig om tenminste vier redenen.

Ten eerste, een ministerie dat bovenop de financiële belangen in de banken zit wordt telkens meegesleept in politieke inmenging in het bestuur van die financiële instellingen. Een zakelijk beheer moet de politiek beschermen tegen druk van allerlei belangengroepen om de nieuw verworven overheidsinvloed op de financiële sector aan te wenden ten gunste van de private belangen. Of het nu gaat over bonussen, sponsoring van sportclubs of Formule 1, kredietverlening die al dan niet moet worden afgedwongen, of mogelijke saneringen en consequenties voor de werkgelegenheid.

Ten tweede, zonder zakelijke organisatie met een helder mandaat om de belastingbetaler te beschermen dreigen grote verliezen voor de schatkist. Voorkomen moet namelijk worden dat de betrokken instellingen te veel risico's nemen ten koste van de belastingbetaler. Het is niet toevallig dat de Duitse Landesbanken met sterke connecties met de Duitse deelstaten het meest getroffen zijn door de kredietcrisis omdat juist zij veel risico's hebben genomen. Zo ook de Amerikaanse hypotheekbanken Fannie Mae en Freddie Mac die de risico's bij de Amerikaanse belastingbetaler konden neerleggen.

Ten derde, bij nieuwe investeringen die de overheid geld kosten (bijvoorbeeld als ABN Amro extra aandelenkapitaal wil om een buitenlands kantorennetwerk te kopen) kan deze nieuwe onafhankelijke instelling een zwaarwegend advies uitbrengen over de wenselijkheid en mogelijke gevolgen voor de Nederlandse staat. De belangen van de belastingbetaler moeten dus goed geborgd worden. De genomen participaties en garantstellingen in de financiële sector zijn slechts een eerste stap, deze zullen tot verdere aanspraken op de overheid leiden. Deze moeten in goede banen worden geleid.

Ten vierde, de overheid is met een noodpakket gekomen om de economische crisis te lijf te gaan. Het ministerie van Financiën speelt een sleutelrol bij het saneren van onproductieve uitgaven om zo middelen vrij te maken om de Nederlandse economie gericht te stimuleren en te stabiliseren. Dat vereist een onafhankelijke rol die zich niet laat

verenigen met het managen van de halve Nederlandse financiële sector.

Om het vertrouwen van belastingbetalers en beleggers te behouden moet het agentschap volstrekte helderheid scheppen over de risico's die de overheid op zich neemt. Er is nu geen overzicht en geen geïntegreerd management van de risico's. In tegendeel, de Nederlandse overheid vervalt in dezelfde fout als het bankwezen door zich vol te laden met risico's die buiten de balans verborgen blijven. De overzichten in de miljoenennota van staatsdeelnemingen en garanties zijn volstrekt ontoereikend. Alle verplichtingen – ook al zijn die voorwaardelijk – moeten worden opgevoerd zodat de balansrisico's van de Nederlandse staat volstrekt helder zijn. Zij zal ook moeten aandringen op uniforme rapportage hierover in Europees verband.

Deze aanbevelingen mogen niet echt controversieel zijn. Best practice bij de vele financiële crises in het verleden heeft aangetoond dat een onafhankelijke governance-structuur van groot belang is om tot een slagvaardig beleid te komen.

5 Conclusies

De ongekende financiële crisis die ook Nederland heeft getroffen vraagt om een fundamentele analyse. Ik heb getracht in deze bijdrage de oorzaken van de crisis bloot te leggen en ook richting te geven naar de toekomst. Ik heb

wel eens opgemerkt dat de financiële sector te belangrijk is om aan bankiers over te laten. Dit is zeker ten dele juist. De financiële sectoren – vooral de banken – zijn cruciaal als smeermolie van de economie.

De crisis laat zien dat er fundamentele hervormingen noodzakelijk zijn van de financiële sector. In deze bijdrage zijn een groot aantal suggesties gedaan, zowel vanuit een kort- als een langetermijnperspectief. Daarnaast is een oplossing nodig voor de grote belangen die de overheid heeft verworven in de financiële sector. De risico's hiervan zijn enorm. Een aantal opmerkingen is gemaakt over hoe de overheid deze optimaal en verantwoord mogelijk zou kunnen managen.

De financiële crisis zal nog lang zijn sporen nalaten. Het heeft ons aan het denken gezet over de grenzen van het kapitalistisch systeem. Is een gebrek aan ethiek en de bonuscultuur inherent aan de maatschappelijke ordening van het moment? Is dit te veranderen? Is er meer overheid nodig? Laat de financiële crisis de grenzen zien van 'de markt'? Zomaar wat vragen die de crisis heeft opgeroepen en Nederland en de wereld nog vele jaren zullen bezig houden.⁵ ■

Prof. dr. A.W.A. Boot is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam.

Literatuur

■ Boot, A.W.A. en A.V. Thakor (2009), *The accelerating integration of banks and*

markets. Te verschijnen in: A. Berger, P. Molyneux en J. Wilson eds. *The Oxford*

Handbook of Banking. Oxford University Press.

Noten

¹ Dit schandaal betreft een beleggingsfonds van ongeveer 50 miljard dollar dat schijnbaar in een soort piramidespel verloren is gegaan. De alom gerespecteerde financier, en oud voorzitter van de Amerikaanse Nasdaq beurs, Bernard Madoff, is hiervoor aangeklaagd.

² Gedurende 2007-2009 zijn de centrale banken steeds soepeler geworden met het accepteren van onderpand. Zodra de eis van goudgerand solvabel overheidspapier wordt losgelaten, kan sprake zijn van het accepteren van kredietrisico. In pure vorm worden centrale banken alleen

geacht liquiditeitsondersteuning te geven en geen kredietrisico te accepteren.

³ De plannen die midden maart 2009 zijn geopenbaard, proberen opkoopfondsen te creëren die gefinancierd zijn uit 6 à 7% privaatkapitaal, een zelfde hoeveelheid overheidskapitaal en de rest (85%) bestaat uit gegarandeerde leningen. Wat dit betekent is dat private partijen uitgenodigd worden relatief veel te bieden voor de activa omdat ze de helft van de upside krijgen en maar zeer gedeeltelijk de schade ondervinden van de downside (*Financial Times*, 22 maart 2009).

⁴ Dit betreft de restructuring agency die in Zweden is opgericht meteen na aanvang van de Zweedse financiële crisis begin jaren negentig.

⁵ Voor een verdere uitwerking van een aantal fundamentele ontwikkelingen in het bankwezen zie Boot en Thakor (2009). De in dit artikel opgenomen analyses bouwen voort op een reeks aan analyses van de auteur in *NRC Handelsblad* en *Het Financieele Dagblad* over de periode mei 2008 - april 2009. <http://www1.fee.uva.nl/fm/PEOPLE/Boot.htm>

