

De kredietcrisis heeft geleid tot een tot nu toe nog nooit vertoonde mate van verregaand ingrijpen door de overheid in de financiële sector van de economie. De aandelen in de banken Fortis en ABNAMRO zijn door de Nederlandse overheid uit de Fortis-holding opgekocht, Minister Wouter Bos heeft een generiek reddingsfonds van € 20 mrd ingesteld en in Europees verband is een interbancaire kredietgarantiestelsel tot einde 2009 in het leven geroepen. Nederland draagt in dit kader € 200 miljard bij. Het is overigens treffend dat de Amerikaanse overheid het Europese voorbeeld twee dagen later volgde met een soortgelijke uitleg voor haar eerder door Congres goedgekeurde bail out plan van \$ 700 mrd. Meestal is het andersom. Aan de getallen te zien is de kredietcrisis te karakteriseren aan de hand van het verschijnsel omvang.

Ten eerste is er de omvang van het aanbod van vermogen. Eén van de belangrijke redenen voor het historisch lage renteniveau afgelopen jaren is niet alleen het gecoördineerde rentebeleid van de centrale banken, maar ook de bijna ongelimiteerde omvang van het beschikbare vermogen. De hoge olieprijs heeft geleid tot een gigantische waarde-overdracht aan olieproducerende landen die zich vervolgens voor het probleem geplaatst zagen dit geld renderend te beleggen. Naast deze afgedwongen vorm van sparen, leiden in de Westerse wereld ook de pensioenafdrachten tot grote sommen geld die door pensioenbeheerders moeten worden belegd. In de financiële sector bestaat de kennis, en tevens ook de prikkel in de vorm van fees, om dit omvangrijke vermogen te beleggen. De kredietcrisis laat zien dat zelfs buitengewoon mager renderende producten als subprime mortgages door het toevoegen van leverage tot aantrekkelijke beleggingsvormen zijn om te toveren. Door vervolgens deze financiële producten in afzonderlijke beleggingsvehikels onder te brengen werden twee vliegen in en klap geslagen. De markt kon aanzienlijk worden vergroot, doordat banken geen eigen kapitaal hiervoor op de balans hoefden te houden en een gestage stroom van fees kon worden ingeboekt. Dat hierdoor een pyramide-achtig spel ontstond op de huizenmarkt in de Verenigde Staten dat zijn weerga niet kende, is door de betrokkenen nooit onderkend.

Ten tweede zijn niet alleen de financiële markten omvangrijk, ook de spelers op deze markt zijn omvangrijk. Sterker nog de belangrijkste spelers zijn op de vingers van één hand te tellen. Bear Sterns, Lehmann Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Goldman Sachs zijn de beroemde en nu ook beruchte investment banks die deze markt onderhouden. De rest van de spelers volgen hetzij deze vijf, hetzij zijn het afnemers. In de kredietderivatenmarkt is het al net zo gesteld. De grootste belangrijkste kredietverzekeraar was AIG. Het is dan ook geen wonder dat de Amerikaanse overheid deze verzekeraar niet kon laten vallen. Bekend is dat in oligopoloïde markten de betrokken ondernemingen overwinsten behalen. Echter net zo belangrijk is dat zij marktmacht of marktinvloed uitoefenen. De betrokken ondernemingen hebben ongetwijfeld overwinsten behaald, maar zich daarbij onvoldoende rekenschap gegeven van de door hen zelf uitgeoefende marktinvloed en daarmee gepaard gaande afhankelijkheid. Deze afhankelijkheid werd duidelijk toen de huizenmarkt in de VS instortte. Met dit instorten verviel de winstgevendheid, omdat geen nieuwe securitisatietransacties meer konden worden gepleegd, raakten de al bestaande vehikels in de financiële problemen, en de investment banks zelf ook, omdat zij leunden op kort krediet om lang lopende verplichtingen te financieren.

Ten derde speelt het omvangrijke gebruik van variabele beloningschema's in de betreffende ondernemingen mee. Door een sterke focus op bonussen raken medewerkers gericht op de korte termijn en op omvang. Hoe meer omzet, hoe hoger de bonussen. Stoppen met dit spelletje is moeilijk. De onderneming presenteert mooie winsten, de handelsafdeling wil niet stoppen, sterker nog alleen maar harder rennen, en wie is dan de CEO die dit spelletje stopt? Dit bonussen spel speelde op de twee belangrijkste markten in de kredietcrisis: op de huizenmarkt waar hypotheekverkopers bonussen krijgen voor afgesloten hypotheek, en op markt voor de cdo's waar de medewerkers bij de investment banks bonussen krijgen op basis van de fees die worden behaald.

Al met al is daarmee duidelijk dat we onze eigen recessie graven. Fondsen zijn naarstig op zoek naar rendement en investment banks bieden dit door producten te ontwikkelen die hieraan tegemoet komen. De omvang van de beschikbare middelen leidt ertoe dat een te grote wissel wordt getrokken op onderliggende markten, nu de huizenmarkt in de VS, waardoor een soort van pyramidespel ontstaat. Omdat sprake is van oligopoloïde markten worden de problemen al snel systemisch in plaats van dat zij beperkt blijven tot de onderneming zelf. De overheid kan niets anders als ingrijpen dan wel ondersteunen.

Oplossingen hiervoor zijn niet eenvoudig. Het lijkt onwaarschijnlijk dat de omvang van de beschikbare beleggingsmiddelen op korte termijn zal dalen, noch dat markten minder oligopoloïde zullen kunnen worden. De rol van leverage zal in de aankomende periode wel drastisch afnemen, waardoor minder omvangrijke schaaffecten zullen optreden. Dit is een goede zaak. In de ongetwijfeld aankomende nieuwe regulering zal aandacht moeten zijn voor het systeem-effect van omvang, oligopoloïde markten en beloningschema's. Bij regulering kan onder andere worden gedacht aan verzwaarde eisen aan de vermogenspositie van banken, eisen ten aanzien van off-balance vehikels, eisen ten aanzien van de spreiding van risico's. Ten slotte dienen de beloningschema's minder door de korte termijn te worden gedomineerd. Dit kan onder andere

door bonussen in te perken waardoor de ontwikkeling in het gewone salaris weer belangrijker wordt, bonussen die in een jaar zijn behaald niet direct uit te keren maar nog voor bijvoorbeeld een jaar “at risk” te houden.

Oscar Couwenberg
Director MBCF