



Economen over de crisis

Casper van Ewijk

CPB, Universiteit van Amsterdam

3 december 2009





een ongeluk komt niet alleen....

- Hypotheek-explosie VS
 - ▶ op basis van geloof in voortgaande prijsstijging
 - rationale zeepbel?
 - kudde-gedrag?
 - ▶ gestimuleerd door VS regering
 - ▶ slechte kwaliteit: sub-prime, alt A (e.g. ING bank), ...

- Banken hadden bezuinigd op eigen vermogen
 - ▶ veranderende instituties + normen + cultuur
 - ▶ onder druk van aandeelhouders en scherpere concurrentie?
 - ▶ hierdoor werd risico nemen aantrekkelijker

- Financiële innovatie: Securitatisatie
 - ▶ pro : diversificatie van risico
 - ▶ con: slechtere prikkels voor kwaliteitsbewaking
 - ▶ en zonder dat toezichthouders dat voldoende door hadden



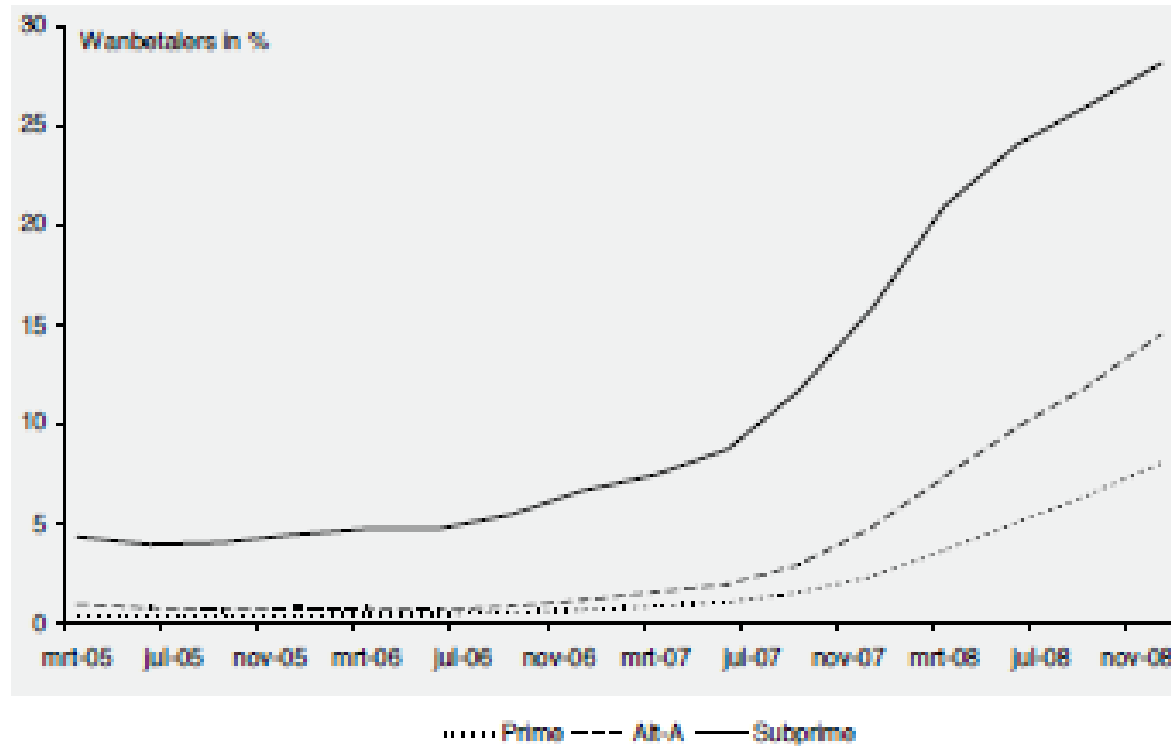
Stap 1: Securitatie

- banken houden hypotheek niet zelf houden maar verkopen door aan anderen
- daardoor draagt bank minder risico
op zich niks mis mee, maar
- maar heeft ook minder prikkel om op te letten op afbetaling e.d. (*moral hazard*)
- => kwaliteit leningen achteruit



Slechte kwaliteit hypotheek

Figuur 1.2 Percentage huizenbetalers met een betalingsachterstand



Bron: IMF Stability report 2009.



Stap 2: verknip hypotheeken: CDO's

- Creeer nieuw 'bedrijf' SPV
(*Special Purpose Vehicle*)

bundelt alle hypotheeken en geeft CDO's uit
(*Collateralized Debt Obligation*)

in verschillende klassen, van AAA (met laag rendement) tot
rotzooi (met hoog rendement)



Stap 3 Doe dat buiten toezicht om

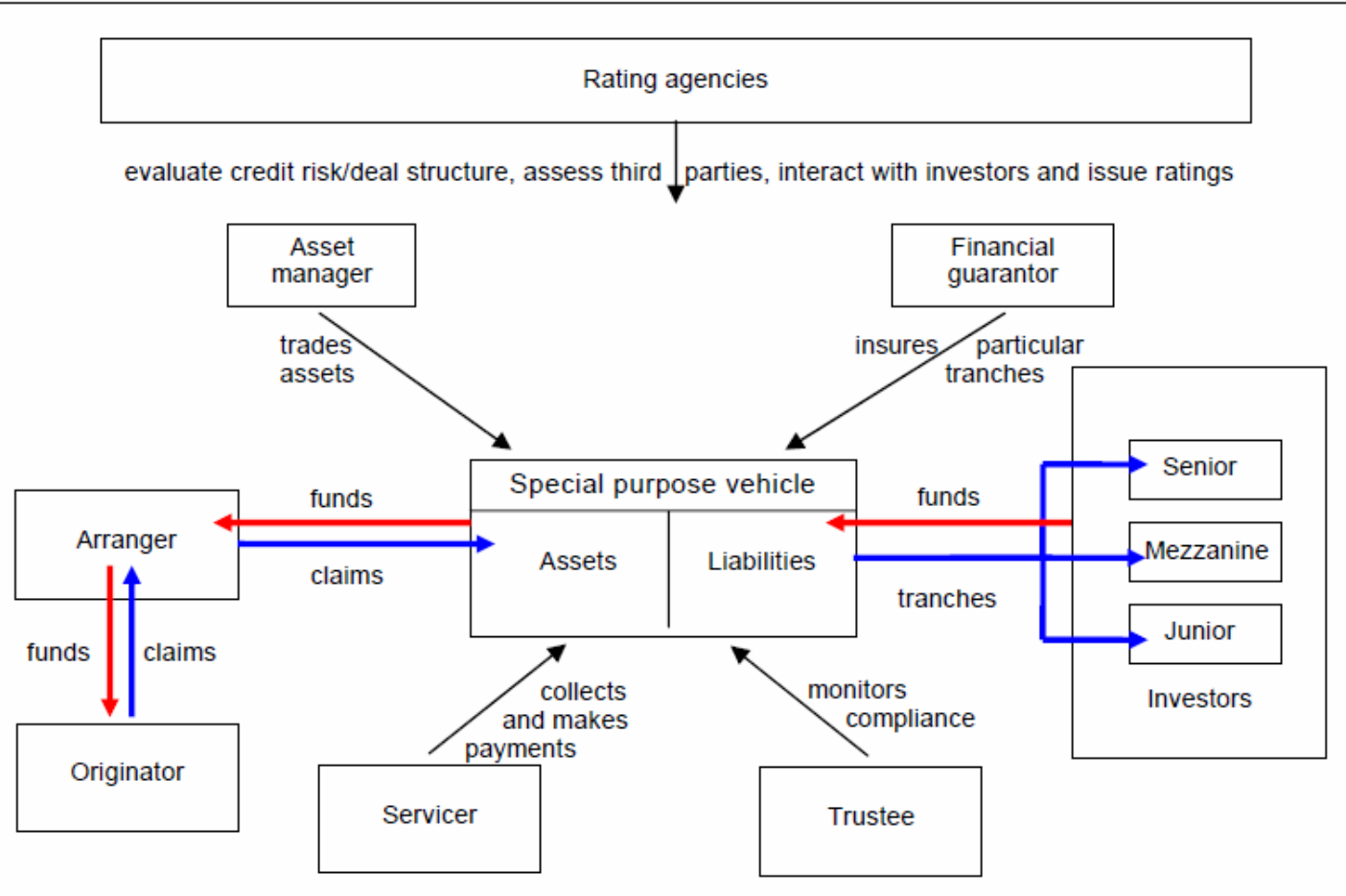
- Maak CDO's zo dat ze net voldoen aan regels van toezicht
- Doe het buiten de balans en toezicht om
shadow banking
- Dubieuze credit rating
 - ▶ geen onafhankelijke *rating agencies*
- En neemt als bank toch het ultieme risico van de *SPV (off balance)*



Parties involved in securitization

Securitisation markets: key participants

Stylised overview of the “players” involved in securitisations and of their respective roles



Source: Adapted from Fender and Mitchell (2005).

Graph 2



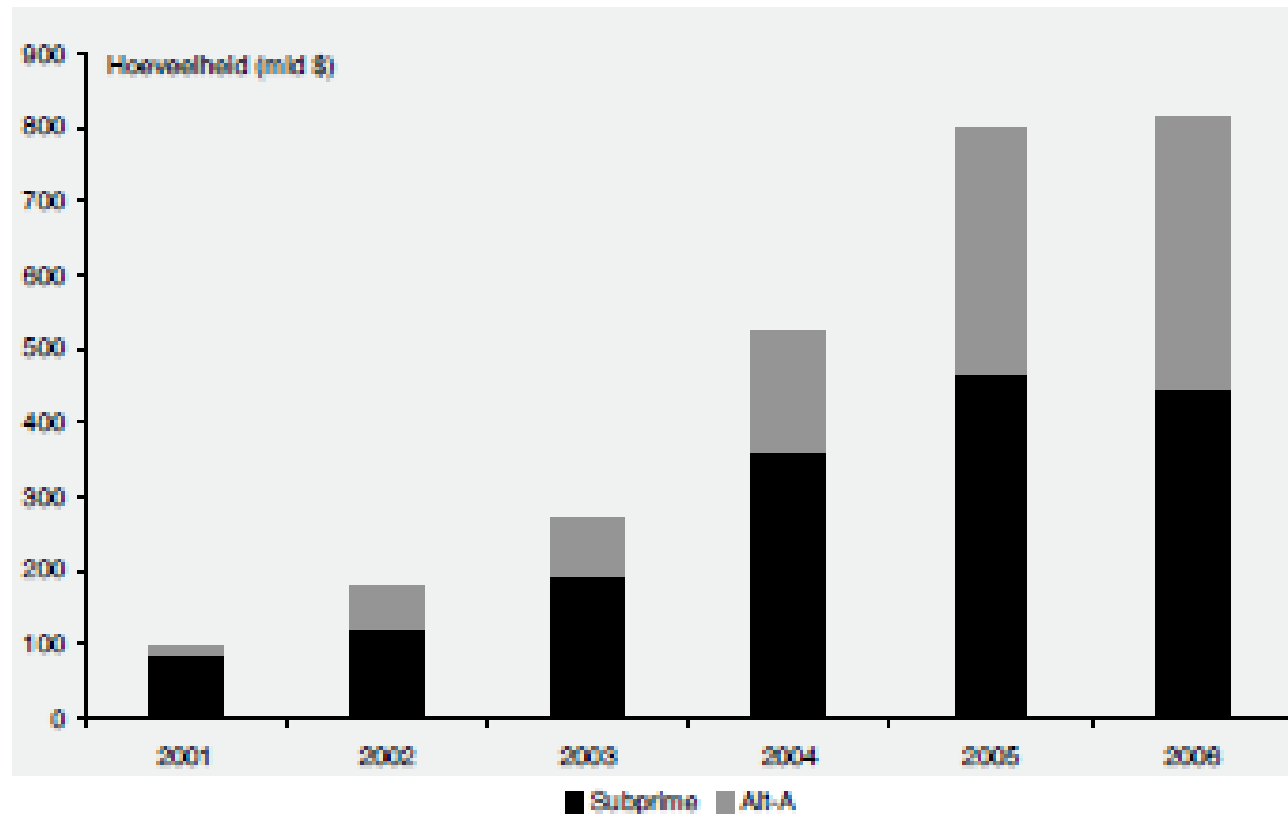
Stap 4 Money making machine

- veel vraag naar CDO's (pensioenfondsen e.d.)
 - ▶ kritiekloos
 - ▶ zonder voldoende kennis
 - ▶ en zonder systeemrisico te zien

- zet hypotheek-intermediairs aan het werk om zoveel mogelijk hypotheeken te verlenen
 - ▶ bonussen,
 - ▶ *liar* hypotheeken
 - ▶ staatsgaranties (VS)
 - ▶ drijft huizenprijzen verder op



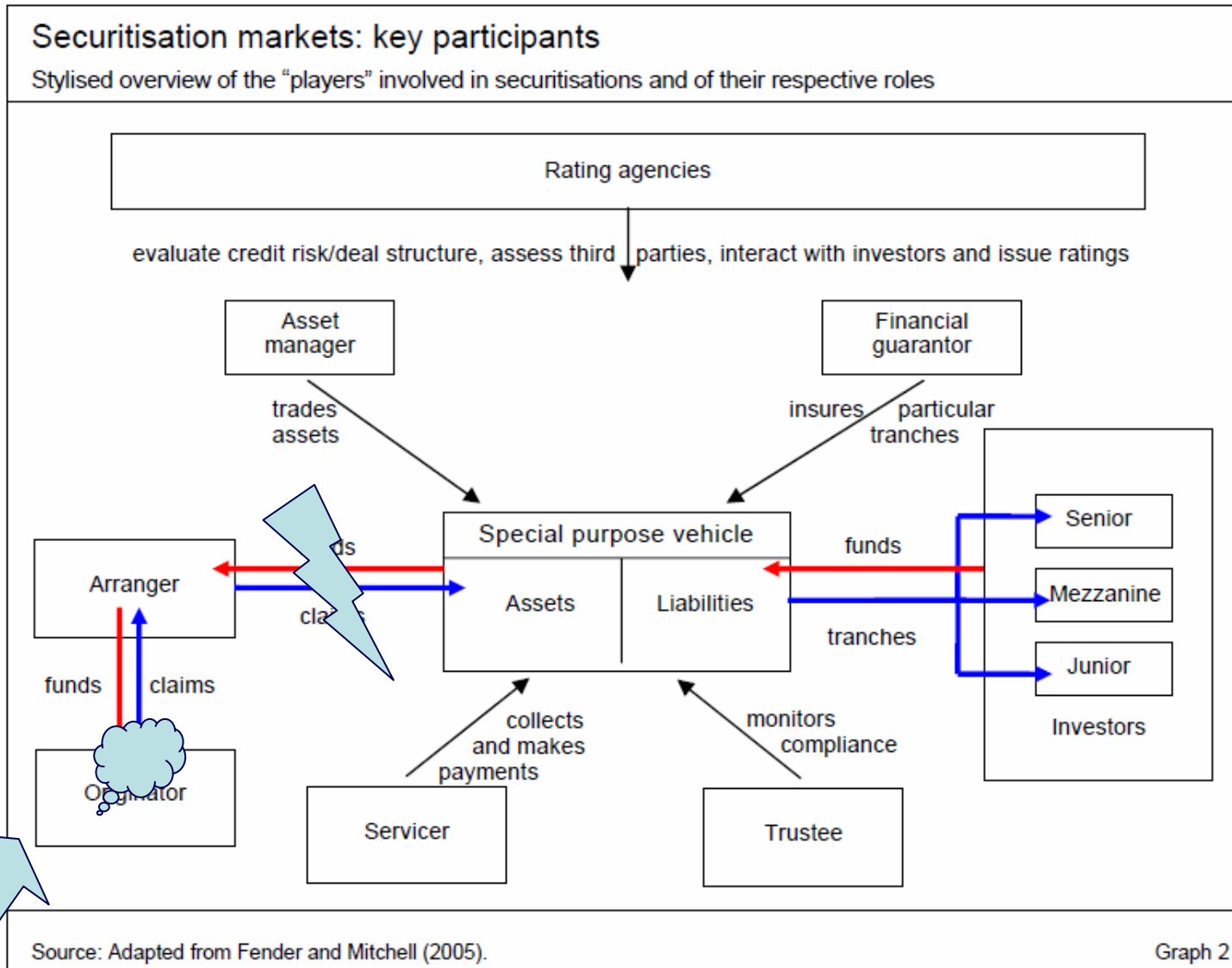
Figuur 1.1 Snelle groei gesecuritiseerde subprime en Alt-A hypotheke



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



tot het mis gaat.....



hypotheeken...



Stap 5 Pijnlijke “de-leveraging”

- banken hadden bespaard op eigen vermogen
 - ▶ hefboom om winst te vergroten
 - ▶ bovendien zeker van klanten dankzij deposito-verzekering

- als bezittingen in waarde dalen
 - ▶ werkt hefboom in omgekeerde richting

 - ▶ stel 7% eigen vermogen
 - ▶ en 10% waardeverlies op bezittingen.....

 - ▶ HELP!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!!

Schade door omgekeerde hefboom

Tabel 2.4 De gevolgen van de kredietcrisis voor de financiële sector		
Schatting in:	Totale verliezen op Amerikaanse leningen ^{a,b}	Gerealiseerde verliezen van banken ^c
	mld dollars	
April 2008	945	193
Augustus 2008		460
Oktober 2008	1400	503
Januari 2009	2200	792
April 2009 ^d	2712	
Verliezen op leningen in ^e :	Totale verliezen (schatting van april 2009) ^e	Waarvan bankverliezen ^e
	mld dollars	
Verenigde Staten	2712 ^f	1604
Eurogebied + VK	1193	737
Japan	149	130
Subtotaal	4054	2470
Opkomende economieën	tenminste 340	tenminste 340

^a Totaal van reeds geleden verliezen en toekomstige verliezen op basis van marktwaarde van de beleggingen en op leningen.

^b Niet alleen in de Verenigde Staten maar ook elders zijn er verliezen op leningen als gevolg van de kredietcrisis (zie tweede deel van de tabel).

^c Verliezen en afschrijvingen van banken in het OESO-gebied.

^d Bij bestending van de verbetering van de situatie op de financiële markten sinds begin maart zullen de verliesschattingen in het najaar vermoedelijk neerwaarts worden bijgesteld



Stap 6: Overheid gedwongen bij te springen

- *Too big to fail*
- => kapitaalinjecties !!
- of zelfs nationalisatie
- Keerzijde:
 - ▶ Moral harard: gambling for resurrection
 - ▶ Nog eens versterkt bij laag eigen vermogen (dus in crisis)

Table III.2.1:

Public interventions in the banking sector

% of GDP	Capital injections		Guarantees on bank liabilities		Relief of impaired assets		Liquidity and bank funding support		Total	
	Approved	Effective	Approved	Granted	Approved	Effective	Approved	Effective	Approved	Effective
Ireland	5.1	2.1	225.2	225.2	-	-	-	-	230.3	227.3
Belgium	4.2	5.7	70.8	16.3	5.7	5.0	NA	NR	74.6	35.3
United Kingdom	3.5	2.6	21.7	9.5	-	-	25.1	18.7	50.3	30.8
Netherlands	7.9	7.9	34.3	5.7	-	4.9	-	5.8	42.2	24.3
Luxembourg	6.9	7.9	12.4	NR	-	-	-	-	19.3	18.5
Sweden	1.6	0.2	48.5	8.8	-	-	0.1	-	50.2	9.0
Latvia	1.4	-	10.9	2.8	-	-	10.9	6.1	23.2	8.9
Austria	5.0	1.7	27.3	5.1	0.4	0.4	27.3	1.5	60.0	8.7
Germany	4.2	1.6	18.6	7.3	3.6	0.4	-	NR	26.4	6.3
Spain	-	-	9.3	2.8	-	-	2.8	1.8	12.1	4.6
France	1.2	0.8	16.6	3.1	2.3	0.3	-	-	20.1	4.2
Portugal	2.4	-	12.5	3.0	-	-	-	-	14.9	3.0
Greece	2.0	-	6.1	0.4	-	-	3.3	1.7	11.4	2.1
Denmark	6.1	0.3	253.0	NR	-	-	NA	NR	243.8	0.5
Hungary	1.1	0.1	5.9	-	-	-	-	-	7.0	0.1
Slovenia	-	-	32.8	-	-	-	-	-	32.8	-
Slovakia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Romania	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Poland	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malta	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Lithuania	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Italy	1.3	-	NA	-	-	-	-	-	1.3	-
Finland	-	-	27.7	-	-	-	-	-	27.7	-
Estonia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Czech Republic	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cyprus	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bulgaria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
European Union	2.6	0.5	24.7	7.8	12.0	0.5	4.3	3.0	43.6	11.8
Euro area	2.6	1.4	20.6	8.3	12.0	0.7	1.3	0.7	36.5	11.1

Note: Countries ranked by total effective support, NR = not reported by the Member State, NA = not available. Source: European Commission.



Kernprobleem

- banken wentelen neerwaartse risico's af op
 - andere banken (depositoverzekering)
 - overheid (kapitaalinjecties)

- en hebben daardoor de neiging teveel risico te nemen
 - ▶ daarom toezicht nodig op beperking van risico
 - Basel richtlijnen hebben onvoldoende gewerkt



Lessen uit de Kredietcrisis

- **Lessen Daron Acemoglu (2009)**
 - ▶ systeem heeft moeite met “zwarte zwanen”
 - unieke, grote schokken

 - ▶ belang van regulering onderschat
 - vrije marktwerking bestaat niet
 - samenleving / overheid schept kaders
 - altijd goed naar regulering kijken

 - ▶ voor sommige sectoren teveel vertrouwd op zelf-regulering
 - concurrentie minder effectief dan gehoopt
 - reputatiemechanisme zwakker dan gehoopt