

cpb

Kredietcrisis: gewoon mensenwerk

Utrecht
17-12-2008

Kredietcrisis: Gewoon mensenwerk

Presentatie voor de Rabobank

Coen Teulings

Menu van de dag

1. Wat is er gaande?
 - Ongekend heftige beroering
 - Vergelijkbaar met jaren '30
2. Hoe is het zover gekomen
 - Gewoon mensenwerk
 - 5 gebreken van kapitaalmarkt
 - ... met alledaagse analogieën
3. Conclusie
 - Geen beleidsaanbevelingen
 - Wel de analyse die daaraan vooraf gaat

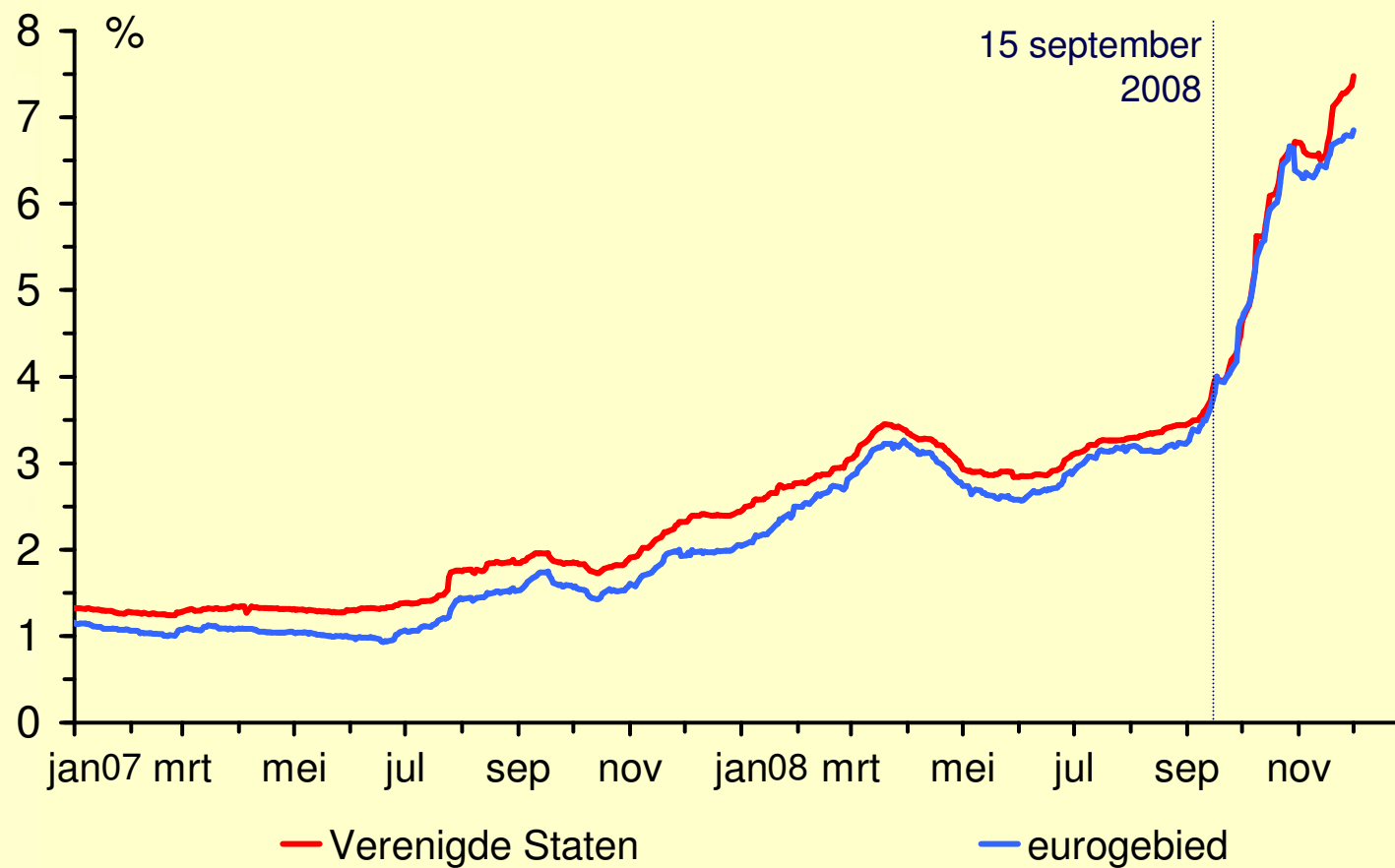
cpb

Kredietcrisis: gewoon mensenwek

Utrecht
17-12-2008

Risicopremie bedrijfsleningen

(BBB spread)



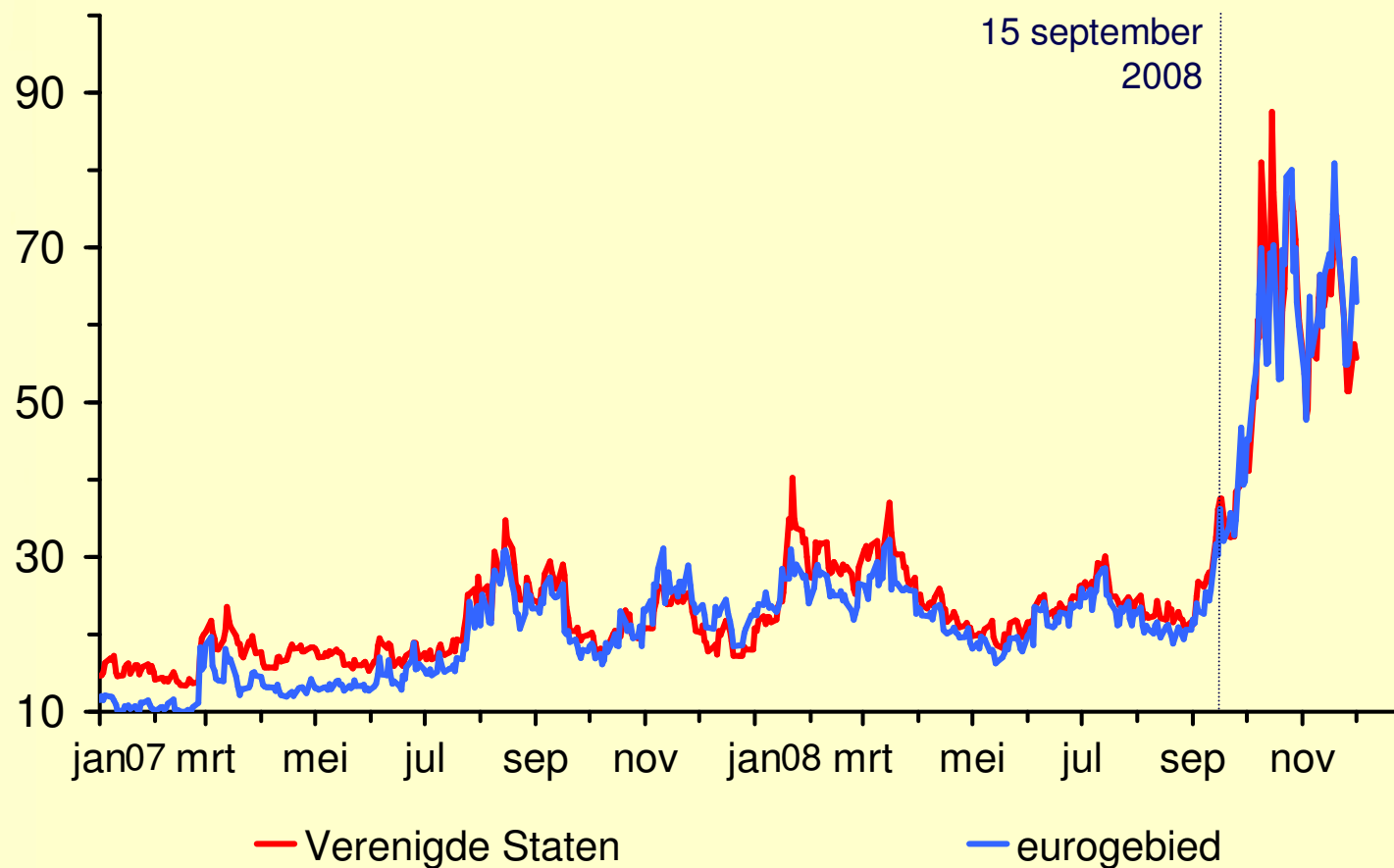
cpb

Kredietcrisis: gewoon mensenwek

Utrecht
17-12-2008

Volatiliteit aandelenkoersen

jan 2007-heden

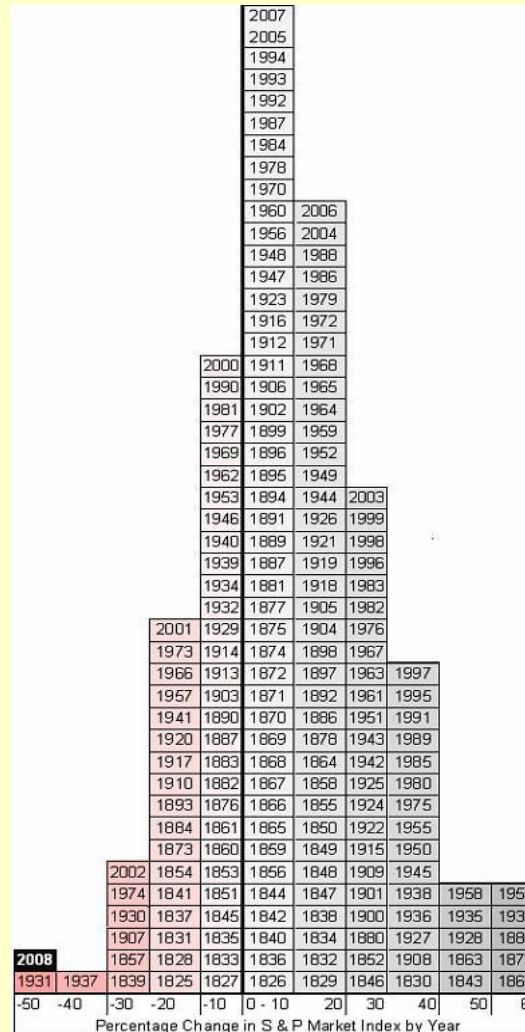


cpb

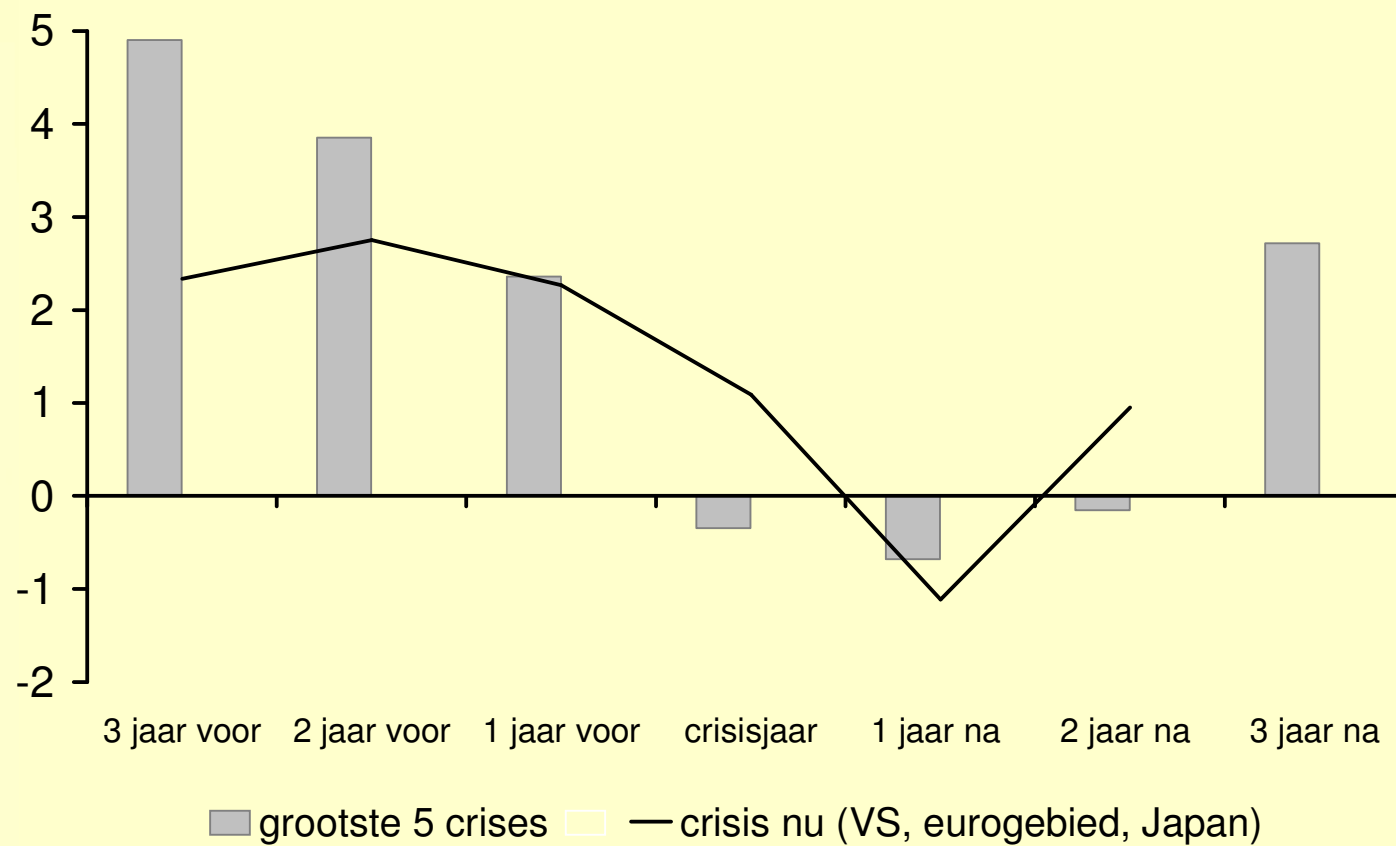
Kredietcrisis: gewoon mensenwek

Utrecht
17-12-2008

Beurswaarde aandelenvermogen II



Effect bankencrises op BBP-groei

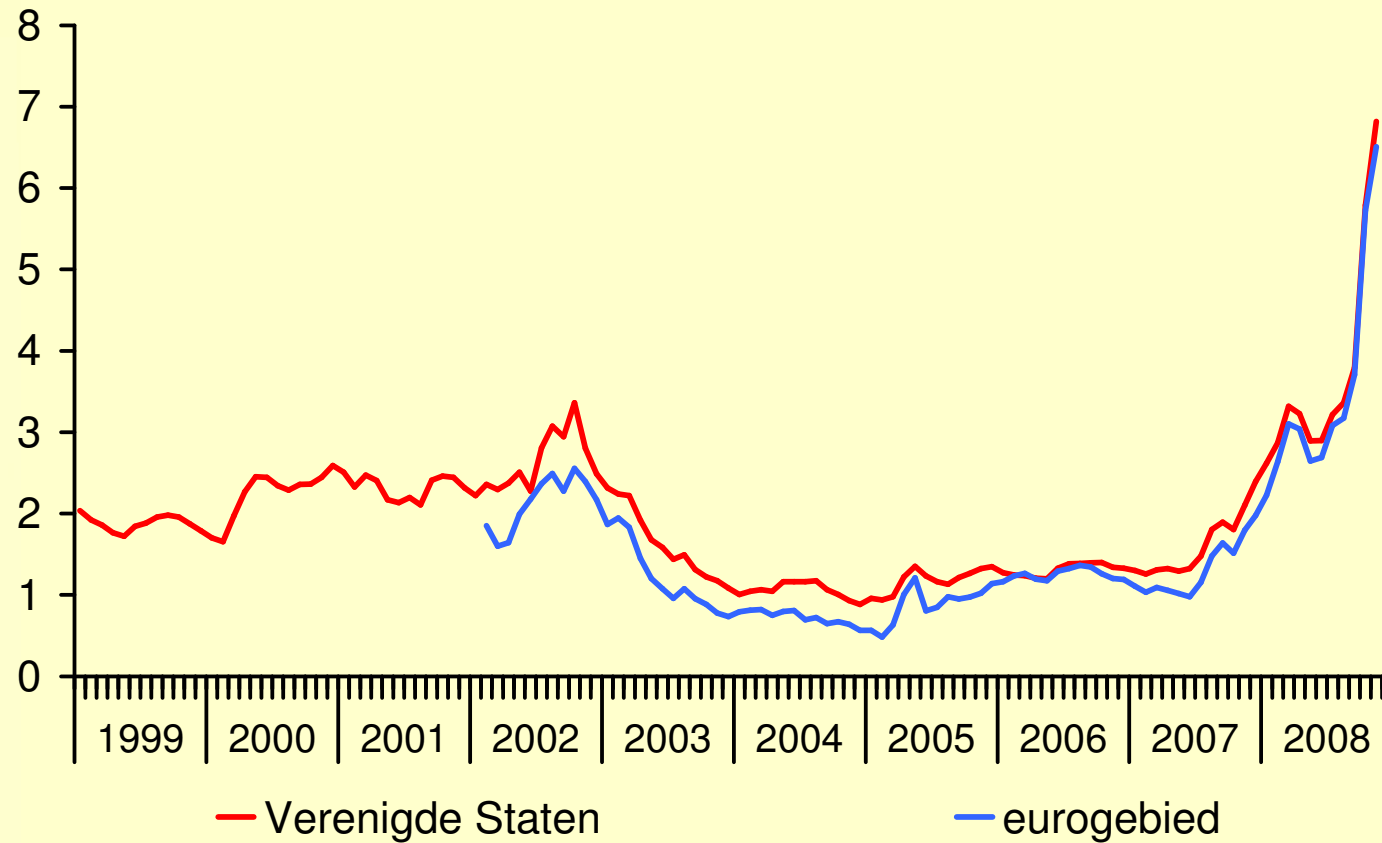


cpb

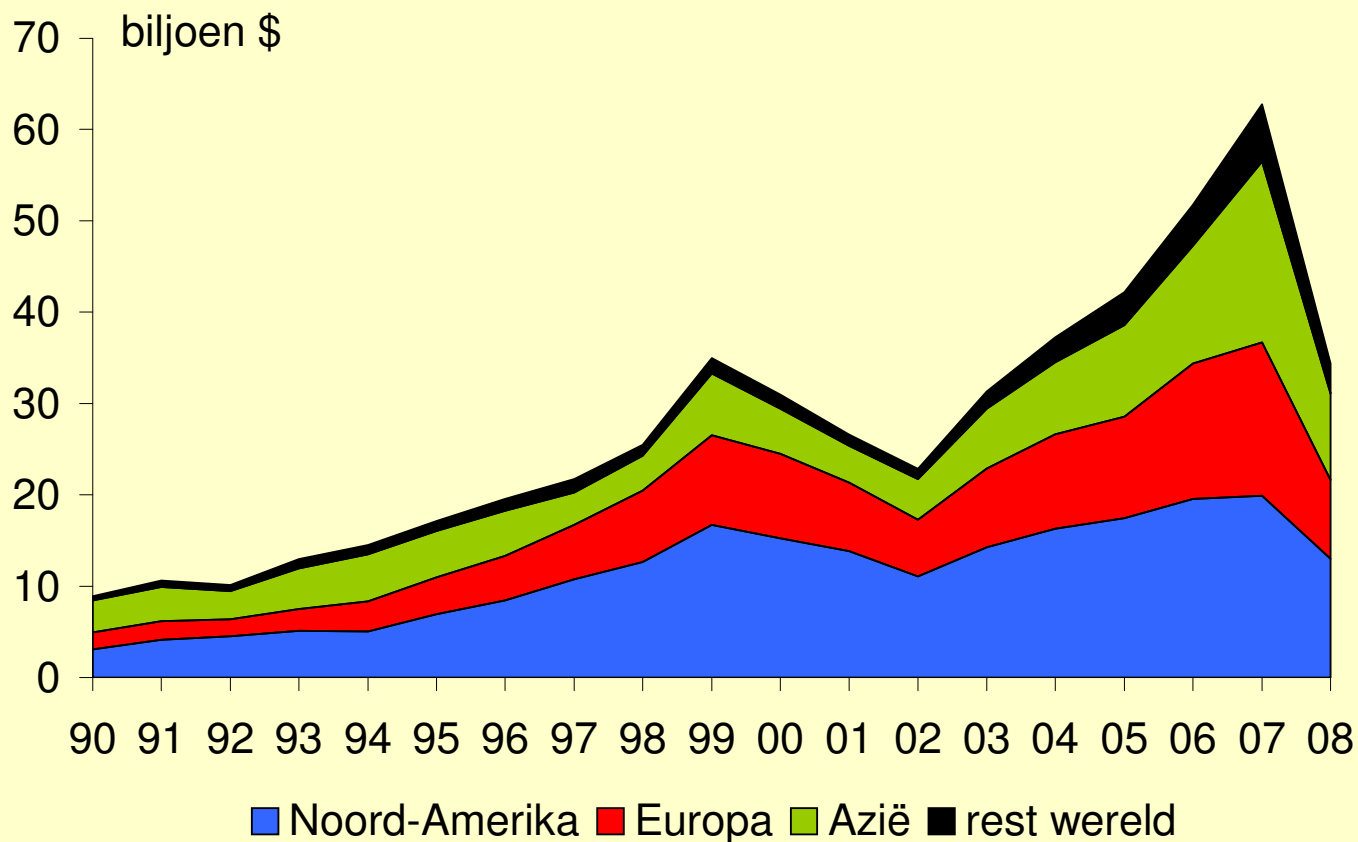
Kredietcrisis: gewoon mensenwek

Utrecht
17-12-2008

Risicopremie bedrijfsleningen (BBB spread)



Beurswaarde aandelenvermogen



Bron: World Federation of Exchanges

Wat verklaart probleem? Leverage

- Vraag:
 - ▶ Initieel verlies: 600 mld subprime hypotheek
 - ▶ Verlies beurswaarde: 23.000 mld. Hoe kan dat?
- Antwoord:
 - ▶ Leverage
 - ▶ Per 1 \$ eigen vermogen banken 12 \$ krediet
 - ▶ 600 mld subprime = 7.200 mrd kredietcapaciteit
 - ▶ Daling leverage van 1:12 naar 1:10
 - ▶ = 8.500 mrd kredietcapaciteit
 - ▶ Overige verliezen: 2.200 mld kredietcapaciteit
 - ▶ Mark-to-market bij wegvallende markt

Marktfalens financiële markten

1. Gratis meeprofitieren van monitoring
 2. Misbruik maken van reputatie
 3. Te goed verzekeren van risico's
 4. Te veel risico nemen
 5. Averse selectie
- **Alle mechanismen zijn al jaren bekend!**
 - **Vraag: waarom nu zo geëxplodeerd?**

Gratis profiteren van monitoren

- Eenmaal vergaarde informatie is gratis, dus:
 - ▶ Laat ander monitoren
 - ▶ Niemand wil zelf investeren in monitoring
- Financiële markten:
 - ▶ Alle informatie zit al in de koers
 - ▶ Terugverdientijd informatie extreem kort
 - ▶ Minder prikkels om informatie te genereren
- Analogie:
 - ▶ R&D, patenten en octrooien
- Kredietcrisis:
 - ▶ Controle kwaliteit complexe producten m.n. CDS
 - ▶ Monitoring onderliggende waarden fondsen

Te veel risico nemen

- **Asymmetrische prikkels**
 - ▶ Wel beloond voor de up-side
 - ▶ Niet gestraft voor de down-side
- **Onvermijdelijk door principaal-agent probleem**
 - ▶ Vermogensverschaffer = principaal kan risico dragen
 - ▶ Intermediair = agent neemt beleggingsbeslissing
- **Analogie:**
 - ▶ Management vs. aandeelhouders
- **Kredietcrisis:**
 - ▶ Banken vs. Deposito houders
 - ▶ Prestatiebeloning binnen banken

Te goed verzekeren van risico's

- Prikkel voor banken: risico's van balans
 - ▶ = behoefte om risico's te verzekeren
 - ▶ Vooral ingegeven door kapitaaleisen regulator
- Dus: doorverkoop risico's
- Ondermijnt prikkels monitoren debiteuren
 - ▶ Zowel bij intake als bij afwikkeling
 - ▶ Schadelijk bij meerdere tegenpartijen
 - ▶ Dus: exclusiviteitseis

- Analogie:
 - ▶ Eigen risico bij autoverzekering
- Kredietcrisis:
 - ▶ Originate-and-distribute model bij hypotheek
 - ▶ Onvermijdelijk in complete financiële markten?

Misbruik maken reputatie

- Startpunt: probleem van gratis meeprofiteren
- Monitoren = natuurlijk monopoly
 - ▶ Schaaleardeffecten kennisproductie
 - ▶ Reputatie
 - ▶ Wie betaalt? Degene die wordt gemonitort!
 - ▶ Enige denkbare marktmodel!
- Reputatie melken aantrekkelijk als:
 - ▶ Kleine pakkans
 - ▶ investeerder naïef
- Analogie:
 - ▶ Winkel vlak voor de verkoop
- Kredietcrisis:
 - ▶ Krediet beoordelaars S&P
 - ▶ ... vermengen rating en advies

Averechtse selectie

- Koper mist informatie over kwaliteit product
 - ▶ Dus: vrees voor louter lage kwaliteit van aanbod
 - ▶ Dus: biedt lage prijs
 - ▶ Dus: verkoper verkoopt slechts lege kwaliteit
- Geen markt voor goede kwaliteit

- Analogie:
 - ▶ Stadionplein: markt voor 2^e hands auto's
- Kredietcrisis:
 - ▶ Markt voor CDO's na onttakeling rating agencies
 - ▶ Probleem bij mark-to-market

Conclusies

- Marktfalens financiële markten van alle tijden
 - ▶ Banken hebben intrinsieke neiging tot teveel risico
 - ▶ Gokken met deposito's van anderen
 - ▶ ... vooral dicht bij faillissementsgrens
- Regulering was en is onvermijdelijk
 - ▶ Regulering is nooit af
 - ▶ Deze en vorige crisis tonen gebreken
 - ▶ Snelle herregulering is noodzakelijk
- Begrip mechanismen cruciaal
- Probleem van “gevangen regulator”
- Kapitaalmarkten zullen met ons blijven!
 - ▶ ... met al hun onaangename kanten