

HOOFDSTUK 3 CONTEXT EN DYNAMIEK

3.1 Inleiding

In 2006 en 2007 stijgt het aantal wanbetalingen op hypotheekleningen in de Amerikaanse staten Californië en Florida opmerkelijk. In Europa leiden deze ontwikkelingen niet direct tot zorgen. Al snel wordt duidelijk dat dit een misrekening is. De problemen op de Amerikaanse huizenmarkt zetten een opeenvolging van gebeurtenissen in gang die nauwelijks twee jaar later uitmondt in de grootste financiële crisis in bijna honderd jaar. Overheden wereldwijd zien zich in het najaar van 2008 gedwongen om met reddingspakketten van duizenden miljarden euro's hun financiële instellingen overeind te houden om zo een economische ineenstorting te voorkomen. Ook in Nederland zijn de gevolgen groot. In een tijdsbestek van slechts enkele maanden neemt de Nederlandse Staat de Nederlandse Fortis-onderdelen over, injecteert ze voor miljarden euro's aan kapitaal in ING, Aegon en SNS Reaal en stelt ze honderden miljarden euro's beschikbaar voor garanties op bancaire leningen. De gevolgen van deze financiële crisis voor de reële economie zijn aanzienlijk. In het rapport Verloren Krediet van de Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel (Tcofs) zijn de oorzaken en omstandigheden die een rol hebben gespeeld bij het ontstaan van de kredietcrisis uitgebreid omschreven.¹ Dit hoofdstuk geeft een korte samenvatting van een aantal relevante aspecten van de context en dynamiek van de crisis.

3.2 Voortraject: tot aan de val van Lehman Brothers

De ontstane crisis vindt haar verklaring deels in macro-economische factoren, zoals de onevenwichtige mondiale verdeling van kapitaal. Vanaf het jaar 2000 zorgen toenemende handelsoverschotten in vooral Oost-Azië en de olieproducerende landen voor een steeds grotere beschikbaarheid van kapitaal die de investeringsmogelijkheden in deze landen ver te boven gaat. Tegelijkertijd ontwikkelt zich in westerse landen juist een enorme vraag naar kapitaal, niet in de laatste plaats gevoed door de oplopende Amerikaanse staatsschuld. Amerikaanse staatsobligaties worden beschouwd als een veilige lange-termijnbelegging met een laag risico. De kapitaaloverschotten uit China en de olieproducerende landen vinden zo al snel een weg naar het westen, en vooral naar de Verenigde Staten.

De grote vraag naar Amerikaanse staatsobligaties houdt de rente op deze leningen laag en maakt dat het voor de Amerikaanse overheid goedkoop is om te lenen. Ook het lage-rentebeleid van het Amerikaanse stelsel van centrale banken, het Federal Reserve System (de «Fed»), werkt dit sterk in de hand. De centrale bank van de Eurozone, de ECB, verlaagt de rente gedurende de eerste helft van de jaren 2000 tot een niveau van 2% en verhoogt de rente vanaf 2006 weer geleidelijk tot het oude niveau van 3 tot 4 procent. De ECB is meer dan de Fed gebonden aan de doelstelling om de inflatie beperkt te houden. Hierdoor blijft de Europese rente gedurende deze periode steeds wat hoger dan de Amerikaanse. De lage rentetarieven wakkeren wel de economische groei aan, die is dan ook uitbundig aan beide zijden van de Atlantische Oceaan. De heer Hooger-vorst, toen voorzitter van de Autoriteit Financiële Markten (AFM), vertelt hierover in zijn openbaar verhoor:

¹ Verloren Krediet, eindrapport van de Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel, Kamerstuk 31 980, nr. 3–7.

De heer Hoogervorst: «Het is het gevolg van een enorme orgie van kredietverlening die niet vijf jaar heeft geduurd, maar die waarschijnlijk langer dan tien jaar heeft geduurd. Onafgebroken goedkoop geld in grote delen van de wereld, waardoor zowel bedrijven als burgers en overheden sterk zijn aangemoedigd om zich diep in de schulden te steken.»¹

Dat hier sprake is van «irrationale uitbundigheid» omdat zich, verborgen onder de gunstige groei- en inflatiecijfers, fundamentele instabiliteit aan het ontwikkelen is, ontgaat de meeste economen en beleidsmakers.

Zeepbel in de Amerikaanse woningmarkt

In de jaren voor 2008 absorberen de Verenigde Staten ongeveer 70 procent van het wereldwijde spaargeldoverschot. Het grootste deel hiervan wordt echter niet aangewend voor productieve (bedrijfs-)investeringen maar voor consumptieve uitgaven en voor het financieren van leningen. In de Verenigde Staten ontstaat hierdoor langzamerhand een zeepbel in de woningmarkt. De lage rentestand en de overvloedige beschikbaarheid van kapitaal wakkeren de vraag naar woonhuizen aan. Deze toegenomen vraag leidt tot een voortdurende stijging van de huizenprijzen. Daarbij zet ook het Amerikaanse overheidsbeleid hypotheekverstrekking ertoe aan om aan steeds bredere groepen huizenkopers een lening te verstrekken. Hypotheekvormen die speciaal voor minder draagkrachtige kopers ontwikkeld zijn, nemen een grote vlucht. Bij deze hypotheekleningen zijn de toelatingseisen vaak soepeler dan bij «reguliere» hypotheekleningen, waarbij het hogere risico voor de bank verdisconteerd wordt in een rente die na enkele jaren oploopt. Dat laatste levert in de ogen van de hypotheeknemers, maar ook in die van de bank, echter geen bijzonder probleem op. Het collectieve geloof in voortdurend stijgende huizenprijzen en in de blijvende verhandelbaarheid van het in waarde toenemende onderpand is daarvoor te groot.

In de loop van 2007 bereikt de groei haar grens. Duidelijk wordt dat bij de hypotheekleningen die in de Verenigde Staten zijn verstrekt tussen 2005 en 2007 aanzienlijk vaker betalingsproblemen ontstaan dan bij hypotheekleningen die in de jaren daarvoor zijn verstrekt. Vooral bij de kwalitatief slechtere varianten en in de staten waar de prijsstijging het sterkst is geweest, zoals Californië en Florida, is de terugval groot. Daarbij speelt het feit dat huiseigenaren in sommige staten eenvoudig zonder gevolgen onder hun verplichtingen uit kunnen komen een belangrijke rol. Gevolg is dat de huizenprijzenzeepbel uiteen spat. Banken krijgen hun geld niet terug, huiseigenaren gaan failliet en verliezen hun woning en de huizenprijzen kelderen.

Vlucht in gesecuritiseerde producten

Inmiddels is de huizenprijzenzeepbel echter de fundering gaan vormen van een ander probleem. Onder druk van de lage rentestand en van aandeelhouders, die steeds hogere rendementen willen zien, zijn financiële instellingen op zoek gegaan naar innovatieve manieren om meer rendement te halen uit het overvloedig beschikbare kapitaal. Het opknippen van hypotheekleningen of andere financiële producten en het weer samenvoegen van de stukjes tot verhandelbare effecten met een «controleerbaar» risico en rendement, ligt aan de basis van veel van de producten die voor dit doel ontwikkeld worden. De deregulering van financiële markten op Europees en mondiaal niveau krijgt vanaf 2000 zijn beslag. Mede dankzij deze deregulering neemt de productie van- en

¹ Verslag openbaar verhoor van de heer Hoogervorst, 29 november 2011.

handel in gesecuritiseerde kredietproducten wereldwijd een enorme vlucht, met een piek in de jaren 2005–2007.

Beleggers worden door het kopen van gesecuritiseerde producten niet alleen blootgesteld aan de kredietrisico's van de onderliggende leningen, maar ook aan de marktrisico's van de producten waarin gehandeld wordt. Financiële markten blijken in de aanloop naar een crisis echter geen goede risico-indicator: de marktprijzen van bepaalde gesecuritiseerde kredietproducten schieten pas omlaag – en die van de daarop afgesloten «verzekeringen» (credit default swaps) omhoog – in augustus 2007, nadat de eerste financiële instellingen al in de problemen zijn gekomen.

Mede onder invloed van deregulering verliezen financiële markten in de jaren na 2000 hun veelal nationale karakter en verplaatst de handel zich naar Europees en mondiaal niveau. Tegelijkertijd vindt echter geen versterking plaats van het toezicht en de regelgeving op supranationaal niveau. Hierdoor ontstaan gaten in de regulering van financiële markten die ertoe leiden dat risico's bij financiële instellingen te laat worden onderkend, of wanneer ze wel worden onderkend, moeilijker kunnen worden aangepakt.

Door securitisatie en verhandeling van complexe kredietproducten kan het risico van een hypotheek die bijvoorbeeld is uitgegeven door een bank in Californië verspreid raken over een groot aantal financiële instellingen binnen en buiten de Verenigde Staten. Instellingen verliezen zicht op de vraag aan wie de betreffende hypotheek is uitgegeven, hoe kredietwaardig deze persoon is of wat voor woning hij heeft gekocht. Instellingen maken gebruik van een risicoschatting («credit rating») voor het gesecuritiseerde product dat ze gekocht hebben die is berekend uit de kredietbeoordelingen van de samenstellende delen. Vanwege de complexiteit van deze berekeningen worden de berekeningen in de praktijk veelal overgelaten aan gespecialiseerde commerciële kredietbeoordelingbureaus.

Nadat de Amerikaanse huizenprijzenzeepbel uiteen is gespat, blijkt dat de risicoschattingen te positief waren. Wat ook niet in de modellen is meegenomen is de onzekerheid die zich van financiële markten meester maakt als daar het besef doordringt dat door de grote verspreiding van gesecuritiseerde producten en de onderlinge verwevenheid van financiële instellingen, ondoorzichtig is welke instelling aan welke risico's is blootgesteld. Dit ondermijnt de stabiliteit van het financiële systeem.

Signalen van naderend onheil

Op 15 september 2008 maakt het faillissement van de Amerikaanse bank Lehman Brothers het losbarsten van de financiële crisis voor iedereen zichtbaar. In veel Europese landen wordt de vraag gesteld of niet voorzien had kunnen worden dat de problemen die zich in 2007 op de Amerikaanse financiële markten openbaren ook de Europese financiële markten zou treffen? Zoals eerder vermeld ontstaan eerst bij subprime en later ook bij Alt-A-hypotheeklen die in de Verenigde Staten tussen 2005 en 2007 zijn verstrekt aanzienlijk vaker betalingsproblemen dan bij de meer traditionele woningkredieten.¹ Lange tijd wordt in Europa en in Nederland echter vrij algemeen verondersteld dat dit een Amerikaans probleem is en zou blijven. Toch waarschuwt bijvoorbeeld de Britse bank HSBC al in februari 2007 zijn aandeelhouders voor de mogelijke gevolgen van de problemen van de Amerikaanse huiseigenaren.² Daarnaast ontstaan in de maanden daarna, tot september 2008, tal van tekenen dat zowel Amerikaanse als Europese financiële instellingen in

¹ Verloren Krediet, eindrapport van de Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel, Kamerstuk 31 980, nr. 3–7.

² HSBC Trading Update – US Mortgage Services, 7 februari 2007.

zwaar weer terecht komen. Ook verrichten de financiële autoriteiten ingrepen die er op wijzen dat er wel degelijk iets mis is in het financiële systeem.

Box 3.1 Signalen van naderend onheil

Februari 2007

De Britse bank HSBC waarschuwt voor de negatieve gevolgen van oninbare leningen op de Amerikaanse hypotheekmarkt.

Mei 2007

De Amerikaanse huizenprijzen blijken in het eerste kwartaal voor de eerste keer in zestien jaar te zijn gedaald. Na vijftien jaar van prijsstijgingen waarin de gemiddelde woning 157 procent meer waard werd, daalden de huizenprijzen in het eerste kwartaal van 2007 met 1,4 procent ten opzichte van dezelfde periode het jaar daarvoor.

Juli 2007

Zakenbank Bear Stearns maakt bekend dat twee van haar speculatieve beleggingsfondsen door investeringen in risicovolle hypotheekleningen voor armlastige Amerikanen («subprime hypotheekleningen») in de problemen zijn gekomen. Het ene fonds gaat failliet, het andere krijgt een injectie van 3,2 miljard dollar.

Augustus 2007

- 3 De Duitse IKB Deutsche Industriebank meldt grote verliezen door de subprime huizenmarktcrisis in de Verenigde Staten. Risicopremies in de financiële markten stijgen sterk.
- 9 De interbancaire geldmarkt valt stil en de dagrente loopt op tot 4,6%. (60 basispunten boven de geldende beleidsrente). Nederlandse zakenbank NIBC maakt bekend verlies te lijden op de hypotheekportefeuille. De bank is hiermee de eerste Nederlandse bank die is aangetast door de internationale kredietcrisis. De Europese Centrale Bank (ECB) pompt 95 miljard euro in de eurogeldmarkt. Ook de Federale Reserve (Fed) in de VS en de Bank van Japan komen in actie.
- 13 Opnieuw miljardeninjecties door de ECB en de Fed.
- 16 Countrywide, Amerika's grootste hypotheekverstrekker, moet 11,5 miljard dollar afschrijven.
- 28 Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) neemt SachsenLB voor een onbekend bedrag over en redt deze van faillissement.

September 2007

- 3 IKB Deutsche Industriebank lijdt 700 miljoen euro verlies.
- 14 Bank Northern Rock in Groot-Brittannië in de problemen. Klanten staan in de rij om hun geld op te nemen.

- 17 De Amerikaanse centrale bank Federal Reserve begint met renteverlagingen: de eerste stap is van 5,25% naar 4,75%.
- Oktober 2007
In Europa maakt de Zwitserse bank UBS bekend 5,1 miljard dollar af te schrijven. Amerikaanse banken maken forse afschrijvingen bekend op subprime activa. Investeringsbank Merrill Lynch schrijft met 8,4 miljard dollar het meest af op gestructureerde producten.
- December 2007
- 7 De Britse Royal Bank of Scotland (RBS) schrijft in totaal 1,25 miljard pond (1,74 miljard euro) af als gevolg van problemen op de kredietmarkten. Het grootste deel heeft betrekking op de activiteiten van RBS zelf (950 miljoen pond), de rest (300 miljoen pond) komt voor rekening van het deel van ABN Amro, dat door RBS is overgenomen.
- 13–17 De Amerikaanse Federal Reserve (Fed), de Europese Centrale Bank (ECB), de Bank of England, en de centrale banken van Canada en Zwitserland grijpen gezamenlijk in om de internationale kredietcrisis te bestrijden. Volgens DNB komt hiermee 348 miljard euro ter beschikking van de banksector, waarbij de eisen voor onderpand dat banken in ruil geven sterk worden verlaagd.
- 22 De Duitse regionale bank WestLB vraagt 2 miljard euro van de aandeelhouders om de verliezen op de Amerikaanse hypotheekmarkt op te vangen.
- 25 Analisten van Barclays spreken in een sectorrapport de verwachting uit dat er binnen de wereldwijde bankensector nog voor zo'n 143 miljard dollar (97,5 miljard euro) moet worden afgeboekt om tekorten ten gevolge van de kredietcrisis te dekken.
- 30 De Zwitserse bank UBS geeft een winstwaarschuwing. De bank leed in het vierde kwartaal van 2007 een verlies van bijna 8 miljard euro. De overname van de Haagse zakenbank NIBC door de IJslandse Kaupthingbank gaat niet door vanwege de onrust op de financiële markten.
- Februari 2008
- 14 De Zwitserse bank UBS moet 12,6 miljard euro afschrijven op zijn hypotheekportefeuille. Dat brengt de kapitaalpositie van de bank in gevaar.
- 17 Northern Rock wordt genationaliseerd.
- 19 Credit Suisse maakt bekend dat zij 2,85 miljard dollar afboekt op risicovolle beleggingen in de Amerikaanse hypothekensector. De afboeking zal de winst over het eerste kwartaal met een miljard doen dalen.
ING meldt dat in het laatste kwartaal van 2007 circa 1 miljard euro is afgeboekt op de Amerikaanse hypotheekportefeuille.

Maart 2008	
	De Federal Reserve neemt nieuwe maatregelen om de geldmarkt te verruimen.
17	JP Morgan Chase biedt met financiële steun van de Federal Reserve 236 miljoen dollar (151 miljoen euro) voor het in nood geraakte Bear Stearns, dat is 2 dollar per aandeel.
24	JP Morgan Chase vervijfvoudigt het bod op de noodlijdende zakenbank Bear Stearns onder druk van aandeelhouders naar ongeveer 10 dollar per aandeel. Bear Stearns is daarmee nu 1,2 miljard dollar (700 miljoen euro) waard.
April 2008	
2	De Duitse Landesbank West LB maakt bekend dat zij vorig jaar een nettoverlies heeft geleden van 1,6 miljard euro.
8	Het Internationaal Monetair Fonds stelt in een rapport over internationale financiële stabiliteit, dat de verliezen in de financiële sector als gevolg van de kredietcrisis kunnen oplopen tot 945 miljard dollar (600 miljard euro).
Mei 2008	
	Na de overname van Bear Stearns komen de financiële markten tijdelijk enigszins tot rust. Kredietrisicopremies dalen wat en de aandelenbeurzen maken de verliezen van het eerste kwartaal gedeeltelijk goed. Vanaf medio mei ontstaat er nieuwe onrust.
Juni 2008	
	Lehman Brothers maakt zware verliezen en forse afschrijvingen bekend.
Juli 2008	
3	De in moeilijkheden verkerende Britse hypotheekbank Bradford & Bingley moet in allerijl een noodverband leggen
	De ECB verhoogt de rente naar 4,25%
13	De Amerikaanse hypotheekinstellingen FNMA en FHLMC («Fanny Mae» en «Freddy Mac» en) moeten door de overheid van een faillissement worden gered.
Augustus 2008	
	AIG, de grootste verzekeraar ter wereld, lijdt zwaar verlies. Er ontstaat zorg over AIG's portefeuille vol kredietrisicoverzekeringen.
September 2008	
7	De Amerikaanse overheid zegt FNMA en FHLMC 100 miljard dollar steun toe.
15	Lehman Brothers failliet.

3.2.1 ECB neemt liquiditeitstimulerende maatregelen

De Europese Centrale Bank (ECB) is de centrale bank van de eurozone. Zij vormt samen met de centrale banken van de 27 EU-landen het Europees Stelsel van Centrale Bank (ESCB). Veel bevoegdheden van het ESCB hebben in de praktijk alleen betrekking op de landen die de euro als munt hebben. Deze bevoegdheden worden uitgeoefend door de ECB en de centrale banken van de landen in de Eurozone, het zogenaamde Eurosysteem. De bevoegdheden van het Eurosysteem omvatten onder andere het monetair beleid, het wisselkoersbeleid en het beheer van de buitenlandse valuta-reserves van de deelnemende lidstaten. De primaire opgave van het ESCB is het handhaven van prijsstabiliteit in de eurozone. De ECB definieert dit als het nastreven van een inflatie die op de middellange termijn iets onder de 2% per jaar blijft. De ECB wijkt in dit opzicht af van de Amerikaanse centrale bank, die naast een inflatiedoelstelling ook een economische groei-doelstelling heeft.

De ECB gebruikt voor het handhaven van de prijsstabiliteit in de eerste plaats het monetair beleid, in het bijzonder door het vaststellen van de zogenaamde refi- of repo-rente (herfinancieringsrente), de minimale rente waartegen banken geld kunnen lenen bij de centrale bank. Dit monetair beleid voert de ECB vervolgens uit, onder andere door het met regelmaat organiseren van zogenaamde «open market» transacties in de vorm van veilingen (tenders) waarbij banken kunnen bieden op kortlopende leningen die via de centrale bank worden aangeboden tegen minimaal de refi-rente. Deze veilingen bepalen de hoogte van de korte rentes die gelden voor deze leningen, welke worden verhandeld op de geldmarkt.

Vanaf het moment dat in 2007 de turbulentie op de kapitaalmarkten toeneemt, gaat de aandacht van de ECB en het Eurosysteem steeds meer uit naar het zeker stellen van continue toegang tot liquiditeit voor solvabele banken. Het Eurosysteem probeert dit te bereiken door het spelen van een bemiddelende rol op de geldmarkt om spanningen weg te nemen die het functioneren van de geldmarkt in de weg staan. Die bemiddelingsrol van het Eurosysteem breidt zich vooral in de laatste drie maanden van 2008 sterk uit als de ECB de uitzonderlijke stap neemt om, tegen beleenbaar onderpand, ongelimiteerd herfinanciering ter beschikking te stellen aan banken in de eurozone.

Van augustus 2007 tot halverwege september 2008 is er een systematisch tekort aan liquiditeit. Banken beginnen elkaar te wantrouwen vanwege onzekerheid over bezittingen die in verband staan met de Amerikaanse hypotheekmarkt. Dit resulteert in terughoudendheid door banken om elkaar geld te lenen op de zogenaamde interbancaire markt. De onzekerheid op de geldmarkt leidt ertoe dat banken de termijn van hun onderlinge leningen verkorten. Deze korter lopende leningen worden daardoor steeds belangrijker voor de financiering van banken. De kosten van het lenen van geld stijgen en het aanbod van liquiditeit neemt af. De ECB probeert in die periode de normale liquiditeitsvoorziening op gang houden en de korte geldmarkttarieven te laten dalen.¹ In eerste instantie maakt de ECB daarbij nog vooral gebruik van de traditionele open-marktoperaties, maar dan voor grotere bedragen of met kortere dan de reguliere tussenpozen.

¹ Stolz, S.M., M. Wedow. Extraordinary measures in extraordinary times. Public measures in support of the financial sector in the EU and the United States.

In de eerste helft van augustus 2007 zien centrale banken zich voor het eerst gedwongen extra liquiditeit beschikbaar te stellen. De ECB doet dit op 9 augustus 2007 met een eendaagse operatie ter waarde van 95 miljard euro tegen een vaste rente.

Op 12 december 2007 komen de centrale banken van de Verenigde Staten, Canada, het Verenigd Koninkrijk, Zwitserland en het eurogebied (de ECB) een faciliteit overeen om buitenlandse valuta makkelijker te kunnen verstrekken. Dit moet vooral de Fed in staat stellen om makkelijker liquiditeit in dollars beschikbaar te stellen.¹ Enkele dagen later, op 17 december 2007 komt de ECB met een nieuwe geldverruimingsmaatregel; het instellen van een tweewekelijkse herfinancieringoperatie ter waarde van 348 miljard euro. Deze veilingen lopen door tot in 2008. Ruim een half jaar later, op 3 juli 2008, verhoogt de ECB onder druk van toenemende inflatiezorgen de rente van 4,00 naar 4,25%.

3.2.2 Nederlandse banken raken in solvabiliteitsproblemen

Het CPB voorziet in haar Macro-Economische Verkenning (MEV) voor het jaar 2008, die op Prinsjesdag 2007 gepubliceerd wordt, dat de huizen crisis en de liquiditeitsproblemen in de financiële wereld die daarvan het gevolg zijn ook voor Nederlandse banken gevolgen zullen hebben. Toch zijn de vooruitzichten voor Europa op dat moment nog steeds gunstig. Nederland bevindt zich in een hoogconjunctuur. Het CPB voorspelt voor 2008 zelfs een groei van 2,5%.²

Een jaar later, op Prinsjesdag 2008, is het beeld aanzienlijk somberder. De koersen van Nederlandse financiële instellingen zijn in de zomer van 2008 flink gedaald. De koers van ING is zelfs bijna met een derde gedaald in 2008. Toch voorspelt het CPB voor 2009 nog een economische groei van 1,25%.

De wereldeconomie heeft te maken met conjuncturele tegenwind. De aanhoudende onrust op de financiële markten en de doorwerking hiervan op de reële economie hebben ertoe geleid dat de internationale groeivertraging sneller en forser is geweest dan eerder voorzien. Naar verwachting zal de groei in het eurogebied dit jaar afzakken naar 1,5% en in 2009 blijven steken op 1%. Nederland kent binnen het eurogebied een goede uitgangspositie en groeit in 2008 – dankzij een groeispurt eind vorig jaar – nog met ruim 2%. In 2009 zal de groei echter naar verwachting niet ver boven de 1% uitkomen.³

In de jaren voorafgaand aan 2008 groeit in Nederland de financiële sector veel harder dan andere sectoren van de economie. Het aandeel van de financiële sector in de binnenlandse productie neemt hierdoor toe van 4.8 procent in 1969 tot 7.1 procent in 2007. Deze groei komt vooral voor rekening van de banken en is het grootst in de jaren na 2000.

Daarnaast is de sector in de loop van de jaren negentig ook sterk geïnternationaliseerd. Het aandeel van buitenlandse activiteiten in het balanstotaal van Nederlandse banken neemt toe van bijna 10 procent in 1990 tot meer dan 35 procent in 2000. Financiële instellingen raken in die periode sterk met elkaar verweven. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de groei van de interbancaire markt die vooral in Europa sterk is. Nederlandse instellingen stappen op grote schaal in de handel in nieuwe financiële producten als cdo's en cds-en. Ook gaan Nederlandse banken in toenemende mate zelf hypotheek securitiseren.⁴

¹ De Nederlandsche Bank, Timeline Internationaal, website DNB.

² CPB, Macro-Economische Verkenning 2008, 18 september 2007.

³ CPB, Macro-Economische Verkenning 2009, 16 september 2008.

⁴ Verloren Krediet, eindrapport van de Tijdelijke commissie onderzoek financieel stelsel, Kamerstuk 31 980, nr. 3–7.

Het tot stilstand komen van de financiële markten leidt in 2008 tot verslechterende solvabiliteitsposities bij banken. Dit heeft te maken met het feit dat veel financiële producten, volgens de boekhoudregels, tegen hun marktwaarde worden gewaardeerd. De marktwaardes van financiële producten dalen sterk in 2008, waardoor veel instellingen gedwongen worden tot het doen van grote afschrijvingen op hun activa. Instellingen krijgen te maken met kapitaalschaarste die moeilijk kan worden aangevuld, omdat de financiële markten niet functioneren. Bij het geheel tot stilstand komen van de markt wordt teruggevallen op de risicomodellen waar over veel onzekerheid ontstaan is. Hierdoor neemt het onderlinge wantrouwen van financiële instellingen alleen maar toe. Dit heeft als gevolg dat markten steeds hogere kapitaaleisen gaan stellen aan de instellingen waardoor het steeds lastiger wordt om aan kapitaal te komen.

De maatregelen die de centrale banken nemen om de liquiditeit van de markten op gang te houden blijken in deze omstandigheden weliswaar voldoende om het systeem op dat moment overeind te houden maar niet voldoende om de onderliggende problemen op te lossen. Een veel fundamentele gebrek aan vertrouwen in de solvabiliteit van financiële instellingen de overhand begint te krijgen.¹

Ook financiële instellingen in de Benelux ondervinden nu de gevolgen van de crisis, vooral indien ze met hun risicobeheer scherp aan de wind gezeild hebben. Als eerste Nederlandse instelling komt de kleine zakenbank NIBC in het voorjaar van 2008 in de problemen. In de zomer van 2008 blijkt dat Fortis grote moeite heeft om het kapitaal bijeen te brengen dat nodig is voor de integratie van haar ABN AMRO delen, mede doordat beleggers er geen vertrouwen in hebben dat het bedrijf er ook na de integratie in zal blijven slagen de kapitaalniveaus te handhaven die de markt op dat moment noodzakelijk acht. ING slaagt er in 2008 steeds minder in beleggers ervan te overtuigen dat de portefeuille Alt-A-hypotheekobligaties van zijn Amerikaanse dochter van veel betere kwaliteit is dan de markten geloven. Ook dit bedrijf komt klem te zitten doordat markten steeds hogere kapitaalniveaus eisen op een moment dat het eigen vermogen daalt als gevolg van afschrijvingen die mede voortvloeien uit het dalende marktvertrouwen.

Verzekeraar AEGON krijgt te maken met vertrouwensproblemen als gevolg van zijn beleggingen in Amerikaanse kredietobligaties en in directe leningen aan failliet gegane ondernemingen. Voor SNS REAAL wordt rond de zomer van 2008 duidelijk dat haar kapitaalpositie als gevolg van acquisities in de jaren ervoor én de onzekerheid op de financiële markten mogelijk versterkt moest worden.

In de zomer van 2008 ontstaan bij DNB zorgen over de soliditeit van het financiële stelsel in IJsland en over de financiële positie van Landsbanki in het bijzonder. Landsbanki-dochter Icesave heeft in mei 2008 zijn intrede gedaan op de Nederlandse markt.

3.3 Systemecrisis

De Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers valt op 15 september 2008 om. De val van Lehman Brothers heeft grote internationale gevolgen, omdat veel instellingen zaken doen met Lehman Brothers, onder andere op het gebied van kredietderivaten en kredietobligaties. Tot 15 september 2008 is er voor grote instellingen die in problemen komen altijd een oplossing gevonden in de vorm van een overname en/of een steunoperatie, geregisseerd door de overheid. Dit is bijvoorbeeld met zakenbank Bear Stearns gebeurd in het voorjaar van 2008. Bij de val van Lehman

¹ DNB. In het spoor van de crisis: achtergronden bij de financiële crisis. Amsterdam, 2010.

Brothers zijn financiële instellingen op zichzelf aangewezen en wordt het zogenaamde tegenpartijrisico (counterparty risk) plotseling ongekend actueel. De Amerikaanse verzekeraar AIG moet kort na het faillissement van Lehman Brothers gered worden door een gedeeltelijke nationalisatie van 85 miljard dollar. Het vertrouwen tussen financiële instellingen neemt af en het interbancaire leenverkeer komt nagenoeg tot stilstand.

Vanaf het omvallen van Lehman Brothers reageren ook depositohouders en aandeelhouders op de alom aanwezige twijfel en onzekerheid. De aandelen van financiële instellingen worden een speelbal van geruchten en mensen halen hun geld weg bij banken waarover probleemverhalen rondgaan. Financiële instellingen blijken niet in staat uit te leggen hoe hun bedrijf er daadwerkelijk voor staat. Gevolg is dat de balansen van banken zowel qua bezittingen als qua verplichtingen onder druk komen: spaarders halen geld weg, aandeelhouders dumpen hun aandelen en er moeten forse afboekingen worden gedaan op beleggingen die banken aanhouden. Er ontstaat grote behoefte aan extra kapitaal.

Het financieel stelsel wankelt

De (financiële) wereld komt in een situatie zonder precedent terecht. Regeringen en centrale banken moeten oplossingen aandragen om een ineenstorting van het financieel stelsel te voorkomen. Op 19 september 2008 kondigt het Amerikaanse ministerie van Financiën haar reddingspakket aan. Vier dagen later wordt de omvang van het pakket TARP (Troubled Asset Relief Program), 700 miljard dollar, bekendgemaakt. De financiële markten reageren positief op de aankondiging. De Amerikaanse volksvertegenwoordiging verwierpt het plan echter op 28 september, waardoor op «zwarte» maandag 29 september de beurskoersen sterk dalen. Inmiddels is Fortis in een diepe crisis beland die leidt tot opsplitsing en verkoop van het Belgisch-Nederlandse concern.

Op 7 oktober 2008 komen de Europese ministers van Financiën bijeen om tot een gecoördineerde aanpak van de systeemcrisis te komen. Op 8 oktober 2008 verlagen centrale banken wereldwijd de rentes met 50 basispunten. Tegelijkertijd stellen overheden financiële middelen beschikbaar voor kapitaalinjecties in het bank- en verzekeringswezen. Een herziene versie van het Amerikaanse reddingspakket TARP, dat bekendgemaakt wordt op 14 oktober 2008, brengt langzaam wat rust op de markten terug. De grote onzekerheid omtrent financiële instellingen blijft echter in 2008 en begin 2009 aanhouden.

3.3.1 Oplossingrichtingen door overheden

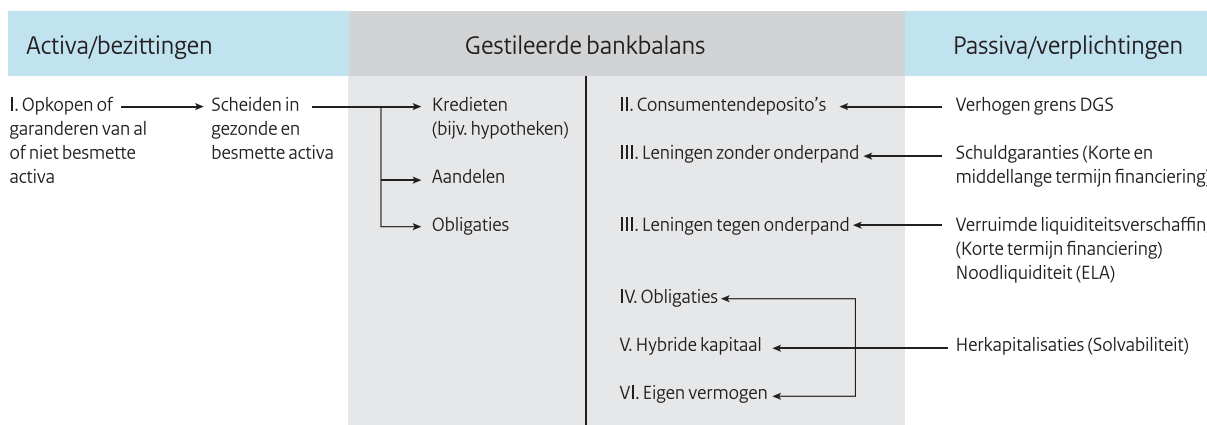
Een bankbalans kent een activazijde en een passivazijde. Aan de activakant staan de bezittingen of uitzettingen van de bank en aan de passivakant de verplichtingen of middelen van de bank. Problemen bij een bankinstelling kunnen op ten minste vier manieren worden opgelost. Aan de passivazijde van de balans zijn de meest gebruikte vormen om problemen bij een bank op te lossen liquiditeit- en kapitaalinjecties. Over het algemeen worden liquiditeitinjecties beschikbaar gesteld door centrale banken tegen onderpand, via korte termijn financiering of noodliquiditeit. Kapitaalinjecties kunnen worden gedaan door private partijen of door overheden die daarvoor geldelijke middelen van de belastingbetaler aanwenden. Kapitaalinjecties verbeteren de solvabiliteitsratio van een bank en kunnen gepaard gaan met het verkrijgen van zeggenschap in de onderneming. In de meeste gevallen treffen overheden governance

maatregelen, bijvoorbeeld door het vertrek van bestuurders te eisen, variabele beloningen te matigen of commissarissen te benoemen.

Problemen aan de activazijde van een bank kunnen worden opgelost door het opkopen of garanderen van activa door overheden. In de Verenigde Staten werd eerder voor deze aanpak gekozen dan in Europa. In de figuur hieronder wordt een gestileerde bankbalans weergegeven:

Figuur 3.1

Gestileerde bankbalans



Bron: Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel (dr. J. Lemmen)

Ad. I Activa van banken

Door de problemen op de Amerikaanse huizenmarkt ontstaat er twijfel over de waarde van de Amerikaanse hypotheekportefeuilles. Dit komt tot uiting in dalende marktprijzen van die activa. De internationale boekhoudregels dwingen de instellingen tot aanpassing van de waardering van deze bezittingen op de balans. Ook andere activa, zoals aandelen en obligatieportefeuilles in andere financiële instellingen worden besmet. Dit leidt tot een aanzienlijke druk op de solvabiliteit. De onzekerheid over de kwaliteit van de activa op de balans veroorzaakt wantrouwen tussen de financiële instellingen. De bezittingen zijn niet langer een fundament voor de bank maar een ongewisse factor: een bad asset (hierna: besmette activa). Deze activa kunnen worden ondergebracht in een bad bank. Een andere mogelijkheid om besmette activa te isoleren is een vorm van garantie zoals bij ING is gebeurd met de Alt-A-portefeuille. Ook garanties op gezonde activa kunnen helpen om de kapitaalpositie te verbeteren. Door een dergelijke garantie dalen de risico- gewogen activa van een instelling en daalt dus de vermogensbehoefte. Dit is bijvoorbeeld bij ABN AMRO gebeurd waar de Nederlandse Staat de Nederlandse hypotheekportefeuille heeft gegarandeerd (CRI: Credit Relief Instrument).

Ad. II Passiva van banken: consumentendeposito's

Het depositogarantiestelsel houdt in dat alle consumentendeposito's van banken tot een bepaald bedrag worden gegarandeerd. Zo moeten «bank runs», waarbij het publiek massaal haar geld van een bank haalt, voorkomen worden. Nederland en Spanje verhogen de dekking begin oktober tot 100 000 euro, Zwitserland tot 100 000 Zwitserse frank en het Verenigd Koninkrijk tot 50 000 pond. De Verenigde Staten verhogen de dekking zelfs tot 250 000 dollar. Frankrijk handhaaft de al sinds 1979

bestaande grens van 70 000 euro. België en Duitsland verhogen de dekking in stappen naar 100 000 euro.

Ad. III Passiva van banken: leningen van andere banken (wholesale funding)

In september 2008 verdwijnt na de val van Lehman Brothers het vertrouwen tussen banken onderling in de interbancaire geldmarkt. Het eerste gevolg is verstoring van de markt voor interbancaire leningen zonder onderpand, waardoor het voor financiële instellingen moeilijk is om tegen aanvaardbare tarieven geld te lenen. De rente in dit deel van de interbancaire geldmarkt stijgt fors. Het tweede gevolg is dat het aandeel van kortlopende financiering toeneemt. Marktpartijen zijn onzeker over de kredietwaardigheid van hun tegenpartijen en verkorten de looptijd van hun leningen aan banken. Banken komen daardoor in de knel. Als regel lenen ze geld uit voor langere tijd en trekken ze geld aan voor kortere tijd omdat dit laatste goedkoper is. Een deel van het benodigde geld moet dus steeds opnieuw weer geleend worden. Banken krijgen steeds meer moeite om de dagelijkse activiteiten te financieren. Sommige banken krijgen zelfs helemaal geen toegang meer tot langlopende leningen. Om het vertrouwen tussen banken te herstellen, wordt in groot aantal landen een garantieregeling op bancaire schulden ingevoerd. Als banken de rente en aflossing op hun schulden niet meer kunnen betalen, dan neemt de overheid deze kosten van hun over. Dankzij die garantie kan het onderlinge leenverkeer weer op gang komen.

Ad. IV Passiva van banken: obligaties

Obligaties zijn langlopende leningen. Ook de markt voor nieuwe obligaties was praktisch gesloten in het najaar van 2008. Bij steunoperaties kan ook deze vorm van kapitaal worden betrokken. Als onderdeel van de overname van de Nederlandse Fortis-onderdelen door de Nederlandse Staat zijn ook de langlopende leningen van Fortis Bank Nederland aan het oude moederbedrijf overgenomen.

Ad. V Passiva van banken: hybride kapitaal

Hybride kapitaal is een vorm van kapitaal die tussen vreemd vermogen en eigen vermogen in hangt en dus zowel kenmerken van (langlopende) leningen als van aandelenkapitaal heeft. Er zijn verschillende vormen van hybride vermogen die ook gebruikt zijn in de crisistijd. De CT1 securities die de Nederlandse Staat gebruikte voor de kapitaalinjecties in ING, AEGON en SNS REAAL, kunnen gezien worden als hybride kapitaal net als de verplicht converteerbare leningen (MCN: Mandatory Convertible Notes) waarmee ABN AMRO geherkapitaliseerd is.

Ad. VI Passiva van banken: eigen vermogen

Kapitaalsteun voor de val van Lehman Brothers

Een aantal landen heeft al voor 15 september 2008 individuele banken ondersteund met kapitaalinjecties. In februari 2008 heeft het Verenigd Koninkrijk de bank Northern Rock gered door de bank te nationaliseren. In Duitsland moesten diverse publieke banken (*Landesbanken*) gered worden met kapitaalsteun van de regionale overheid. Naast injecties door overheden zijn er voor de val van Lehman Brothers nog beperkte mogelijkheden om op de markt zelf kapitaal aan te trekken. Zo plaatst Fortis in juli 2008 nog een emissie bij het Libische staatsfonds, een Russische zakenman en het Nederlandse pensioenfonds ABP.

Figuur 3.2

De Nederlandse situatie

De Nederlandse crisissituatie wordt in eerste instantie beheerst door de problemen van Fortis. Het ministerie van Financiën en De Nederlandsche Bank richten hun aandacht in het bijzonder op het vinden van een oplossing voor de Nederlandse onderdelen van Fortis. Nadat op 3 oktober 2008 deze onderdelen zijn overgenomen, krijgen de autoriteiten in een kort tijdsbestek veel nieuwe probleemdoossiers op tafel.

<p>De heer Knot: <i>"Het is mij vooral opgevallen dat het in een dergelijke setting niet meer mogelijk is om de mate van urgentie – soms zou ik zelfs stress willen zeggen – die wij toen voelden, over het voetlicht te krijgen."</i></p> <p>- huidig president DNB -</p>	<p>De heer Wellink: <i>"Als u zich inleeft in de drukte die wij toen hadden ... Het aantal pannetjes dat wij op het vuur hadden staan ... Dat is niet het fornuis bij mij thuis met vier pitjes. Er waren honderd vlammetjes. Wij renden van het ene kookpannetje naar het andere. Daarnaast kijkend moet ik zeggen dat ik het allemaal wonderlijk snel gegaan vind."</i></p> <p>- toenmalig president DNB -</p>	<p>De heer Gerritse: <i>"In eerste instantie was het heel specifiek alle hens aan dek wat betreft Fortis/ABN AMRO en Icesave. Het rolde achter elkaar door. Er was een discussie in Europa. Daar waren wij heel druk doende mee. De eerste helft van oktober hadden wij onze handen vol aan het opzetten van verschillende teams om dat te doen."</i></p> <p>- toenmalig secretaris-generaal ministerie van Financiën -</p>
--	--	---

Tijlijn:

25 sep 2008	De heer Ter Haar presenteert op het ministerie van Financiën zijn plan voor kapitaalversterking.
28 sep 2008	België, Nederland en Luxemburg sluiten overeenkomst over steun aan Fortis.
2 okt 2008	ING meldt zich bij De Nederlandsche Bank en geeft uitleg over mogelijke problemen.
3 okt 2008	De Nederlandse Staat koopt de Nederlandse onderdelen van het Fortisconcern. ABN AMRO en ASR zijn sindsdien in handen van de Staat.
7 okt 2008	De Nederlandse depositogarantie wordt verhoogd van 40.000 tot 100.000 euro en eigen risico voor houders van spaarrekeningen wordt afgeschaft. Deze tijdelijke maatregel is per 2 juli 2009 definitief geworden.
8 okt 2008	ING meldt zich bij de minister van Financiën met een verzoek om steun.
9 okt 2008	Bekendmaking kapitaalverstrekking 20 miljard euro en aankondiging voorfinanciering vergoeding voor spaarders bij Icesave. Het faillissement van Icesave is nog niet geheel afgewikkeld.
13 okt 2008	Aankondiging Nederlandse garantieregeling 200 miljard euro. Totaal openstaande bedrag aan gegarandeerde leningen 34,2 miljard per 30 juni 2011.
19 okt 2008	Aankondiging kapitaalinjectie 10 miljard euro in ING. ING heeft 7 miljard euro afgelost.
28 okt 2008	Aankondiging kapitaalinjectie 3 miljard euro in AEGON. 15 juni 2011: aankondiging aflossing laatste gedeelte staatsteun, steun reeds afgelost.
13 nov 2008	
december 2008	Aankondiging kapitaalinjectie 750 miljoen euro in SNS Reaal. 185 miljoen euro is afgelost, resterende aflossing is nog niet voltooid.
januari 2009	
26 jan 2009	Aankondiging steun aan ING voor Amerikaanse hypotheekportefeuille.

Bron: Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel

Kapitaalsteun na de val van Lehman Brothers

De lidstaten van de EU maken op de Ecofin van 7 oktober 2008 afspraken over de voorwaarden voor overheidsmaatregelen. De stabiliteit van het financiële systeem en de bescherming voor de houders van spaartegoeden leiden tot «an approach including, among other means, recapitalisation of vulnerable systemically relevant financial institutions.»¹ Er wordt gesproken over de mogelijkheid om met kapitaalinjecties de problemen bij banken op te lossen. De Europese Commissie stelt een leidraad op voor herkapitalisaties in verband met de regels voor staatsteun. Na de val van Lehman Brothers zijn transacties met investeerders uit het Midden en Verre Oosten (veelal staatsfondsen) eigenlijk nog het enige alternatief voor het aantrekken van kapitaal. Zo haalt de Britse bank Barclays in november 2008 nog zo'n 8,5 miljard euro op in Abu Dhabi en Qatar.

3.3.2 Oplossingrichtingen door centrale banken

Na de val van Lehman Brothers in september 2008 nemen de zorgen over kredietrisico op de financiële markten dusdanig toe dat overal ter wereld geldmarkten opdrogen. Vanaf dat moment nemen de ECB en de andere centrale banken van het Eurosysteem steeds verdergaande maatregelen om ervoor zorg te dragen dat solvabele banken kunnen doorgaan met functioneren.

Op 18 september 2008 komen de centrale banken overeen hun onderlinge valutaswaps (het «ruilen» van buitenlandse valuta waarin de centrale bank een tijdelijk overschot heeft tegen valuta waarin zij een tekort heeft) flink op te hogen. Dit betekent dat centrale banken buiten de Verenigde Staten gemakkelijker liquiditeit in dollars kunnen verstrekken, wat op dat moment een knelpunt is voor veel instellingen.² Ook wordt de aanvoer van liquiditeit in Europa via de herfinancieringoperaties van de ECB substantieel verruimd. Om de effectiviteit van deze liquiditeitsaanvoer te maximaliseren beslist de ECB op 8 en 15 oktober 2008 om, zo lang dit nodig is, al deze operaties uit te voeren tegen een vast tarief en met minder strikte voorwaarden voor het onderpand. Daarnaast begint de ECB ook met het verschaffen van liquiditeit met een langere looptijd, van drie tot zes maanden.³

Eveneens op 8 oktober voert de ECB, gecoördineerd met vijf andere centrale banken waaronder de Fed, de eerste van een reeks renteverlagingen door. Stapsgewijs daalt de rente van 4,25% voor de val van Lehman naar uiteindelijk 1,00% op 7 mei 2009.

Deze laatste renteverlaging wordt aangevuld met een pakket met voor de ECB onconventionele monetaire beleidsmaatregelen. Het doel hiervan is om de liquiditeit van financiële markten te ondersteunen, maar vooral om uiteindelijk de kredietverlening naar de reële economie te bevorderen. De belangrijkste onderdelen van het pakket zijn een drietal eenjarige herfinancieringoperaties tegen een vaste rente en een opkoopprogramma voor gedekte obligaties ter waarde van 60 miljard euro.⁴

Adviserende rol ECB

De ECB en het Eurosysteem hebben de herkapitaliseringsmaatregelen van de nationale overheden daarnaast met aanbevelingen ondersteund. Daarbij stelde de ECB zich steeds op het standpunt dat de specifieke marktsituatie van iedere instelling moet worden meegenomen, en dat in het bijzonder onderscheid gemaakt moet worden tussen in de kern gezonde en noodlijdende (distressed) banken.

¹ Kamerstuk 21 501-07, nr. 624.

² De acute liquiditeitscrisis bij Fortis begon met een tekort aan dollarliquiditeit.

³ Toespraak Trichet, *Réflexions sur les turbulences financières*, 23 december 2008.

⁴ DNB. In het spoor van de crisis: achtergronden bij de financiële crisis. Amsterdam, 2010.

3.3.3 Gebruikte oplossingen in een internationale context

Om de acute financiële crisis te bestrijden en individuele problemen van banken op te lossen, nemen overheden en centrale banken vooral in september en oktober 2008 een groot aantal maatregelen. De Verenigde Staten kiezen in eerste instantie voor oplossingen van besmette activa, terwijl de Europese aanpak meer is gericht op kapitaalinjecties en schuldgaranties.

In onderstaande tabel is aangegeven wanneer er van een steunmaatregel voor het eerst gebruik is gemaakt. De *schuin-* en *vetgedrukte* maatregelen betreffen respectievelijk een instellingsspecifieke en een algemene steunmaatregel. De verhoging van de depositogaranties en schuldgaranties zijn veelal door een algemene maatregel tot stand gekomen, terwijl kapitaalinjecties en besmette activa oplossingen een gemengd beeld laten zien.

Tabel 3.1 Internationaal perspectief

	Verhoging depositogaranties	Kapitaalinjecties	(partiële) Nationali- saties	Schuldgaranties	Besmette activa oplossingen
België	7 okt. 2008	<i>28 sep. 2008</i>	<i>30 sep. 2008</i>	<i>30 sep. 2008</i>	<i>10 okt. 2008</i>
Duitsland	5 okt. 2008	<i>30 jul. 2007</i>	<i>29 sep. 2008</i>	<i>30 sep. 2008</i>	<i>8 feb. 2008</i>
Frankrijk	–	13 okt. 2008	–	–	<i>14 nov. 2008</i>
Ierland	20 sep. 2008	14 dec. 2008	<i>15 jan. 2009</i>	29 sep. 2008	21 dec. 2009
Nederland	7 okt. 2008	<i>28 sep. 2008</i>	<i>3 okt. 2008</i>	13 okt. 2008	<i>26 jan. 2009</i>
Spanje	7 okt. 2008	–	–	13 okt. 2008	10 okt. 2008
Verenigd Koninkrijk	2 okt. 2008	<i>22 feb. 2008</i>	<i>29 sep. 2008</i>	8 okt. 2008	19 jan. 2009
Verenigde Staten	3 okt. 2008	13 okt. 2008	<i>16 sep. 2008</i>	14 okt. 2008	19 sep. 2008
Zwitserland	5 nov. 2008	<i>16 okt. 2008</i>	–	–	<i>16 okt. 2008</i>

Na de val van Lehman Brothers besluiten Europese overheden om een algemene faciliteit voor kapitaalinjecties beschikbaar te stellen voor alle financiële instellingen. In de Verenigde Staten is TARP de algemene faciliteit voor besmette activa oplossingen. De systeemcrisis betekent onder andere dat problemen van één instelling over kunnen slaan naar andere instellingen. Algemene faciliteiten dienen als vangnet voor het besmettingsgevaar en om een vertrouwenwekkend signaal af te geven. In de meeste gevallen is het de instelling zelf die vraagt om steunmaatregelen.

De Verenigde Staten en Frankrijk zijn hierop een uitzondering. In deze landen zijn de banken verplicht om een kapitaalinjectie vanuit de overheid te accepteren. Banken zijn in eerste instantie terughoudend met het vragen of accepteren van steun. Het stigmatiserende effect van individuele steun, bijvoorbeeld omdat de financiële markten instellingen afrekenen op steunmaatregelen, kan door verplicht stellen vermeden worden.

Nederland presenteert direct na het Verenigd Koninkrijk haar pakket maatregelen bestaande uit een kapitaalverstrekkingfaciliteit (20 miljard euro) en de verhoging van het gegarandeerde bedrag in het depositogarantiestelsel tot 100 000 euro zonder eigen risico. Het Nederlandse pakket wordt op 13 oktober 2008 aangevuld met een garantieregeling (200 miljard euro) voor bankleningen. Het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk komen met een groter pakket inclusief een garantieregeling voor bankleningen. Zwitserland geeft de bank UBS op 16 oktober 2008 in één keer een combinatie van een kapitaalinjectie en oplossing voor besmette activa.

Een beperkt aantal landen heeft de besmette activa op de balansen van financiële instellingen aangepakt. Daarbij gaat het in veel gevallen om maatwerk om de problemen van grote systeemrelevante instellingen aan te pakken, zoals bij Citigroup en Bank of America (Verenigde Staten), West LB en Bayern LB (Duitsland), UBS (Zwitserland), Fortis (België), Dexia (België en Frankrijk) en ING (Nederland). In 2009 worden in verscheidene landen alsnog faciliteiten voor besmette activa ingesteld.

Tabel 3.2 Steun verleend aan financiële instellingen in de Europese Unie (oktober 2008–december 2010)¹

	Toegezegd		Gebruikt	
	Miljarden euro's	Procenten BBP	Miljarden Euro's	Procenten BBP
Garanties	3 208	27,2%	757	6,4%
Herkapitalisaties	560	4,7%	303	2,6%
Besmette activa	394	3,3%	104	0,9%
Anders (liquiditeitssteun)	123	1,0%	77	0,7%
Totaal	4 285	36,3%	1 240	10,5%

¹ The effects of temporary State aid rules adopted in the context of the financial and economic crisis. Commission Staff Working Paper, oktober 2011, SEC (2011) 1126 Final.

3.4 Doorwerking op de reële economie

De financiële crisis werkt ook door in de reële economie, onder meer door druk op de kredietverlening en een toenemende werkloosheid. De wereldhandel neemt sterk af, evenals de bedrijvigheid. Vermogensverliezen op de beurzen vinden internationaal hun weerslag op pensioenen en hebben effect op de consumptie. Een negatief sentiment en een dalend vertrouwen van consumenten en producenten zorgen voor uitstel van bestedingen en investeringen waardoor risicopremies wereldwijd stijgen. De waarde van illiquide activa daalt en kredietpremies, de kosten voor het lenen van geld, stijgen. Door het ingrijpen van overheden wordt een volledige ineenstorting van de economie voorkomen, zo weten we nu.

Een belangrijke graadmeter van de reële economie is de groei van het bruto binnenlands product (BBP). Verschillende instanties en autoriteiten maken groeiprognoses van het BBP. Deze cijfers worden onder meer door regeringen gebruikt voor het opstellen van begrotingen en bij het maken van beleidskeuzes. In de tabel hieronder staan groeiprognoses van verschillende instanties en autoriteiten.

Tabel 3.3 Groeiprognoses BBP 2009 volgens CPB, IMF, EC en OESO²¹

Datum prognose	CPB 16 sep. '08	IMF 8 okt. '08	EC 3 nov. '08	OESO 4 nov. '08	IMF 6 nov. '08	Realisatie 2009 ¹
Nederland	1,25%	1%	0,4%	- 0,2%	-	- 3,5%
Eurogebied	1,0%	0,2%	0,1%	- 0,5%	- 0,5%	- 4,2%
Duitsland		0%	0%	- 0,6%	- 0,8%	- 5,1%
België		0,2%	0,1%	- 0,1%	-	- 2,8%
Engeland		- 0,1%	- 1,0%	- 1,1%	- 1,3%	- 4,4%
Frankrijk		0,2%	0%	- 0,5%	- 0,5%	- 2,7%
Italië		- 0,2%	0%	- 0,8%	- 0,6%	- 5,5%
Spanje		- 0,2%	- 0,2%	- 0,9%	- 0,7%	- 3,7%
Verenigde Staten	0,75%	- 0,1%	- 0,5%	- 0,9%	- 0,7%	- 3,5%

²¹ Kamerstuk 31 371, nr. 54 + onderzoek PEFS.

¹ Eurostat, Europese Commissie, <http://ec.europa.eu/eurostat>

De prognoses van september en oktober 2008 laten zien dat economieën wereldwijd in 2009 tot stilstand komen. Een maand later zijn de prognoses dusdanig naar beneden bijgesteld dat er sprake is van krimp. Het is op dat

moment voor instanties en autoriteiten onzeker in welke mate de gevolgen voor de reële economie afwijken van een «normale» conjuncturele neergang.¹

In december 2008 stelt het CPB haar prognose, in een tijdsbestek van drie maanden, bij van 1,25 procent groei naar 0,75 procent krimp.² Er zijn grote zorgen om de werkloosheid, die naar verwachtingen van het CPB sterk zal stijgen. Het kabinet heeft eerder op 28 november 2008 werktijdverkorting mogelijk gemaakt voor bedrijven die als gevolg van de kredietcrisis over een periode van twee maanden een omzetverlies leden van ten minste 30%.³ Het kabinet wil met deze maatregel voorkomen dat de werkloosheid sterk stijgt. De maatregel, later deeltijd-WW genoemd, is 1 juli 2011 beëindigd. De werkloosheid is niet hoger geweest dan 6% van de beroepsbevolking.

Op 17 februari 2009 maakt het CPB bekend dat de economie in 2009 zal krimpen met 3,5 procent en dat de werkloosheid in 2009 zal oplopen tot 5,5 procent en in 2010 tot 8,75 procent.⁴ De perceptie op dat moment is dat deze crisis de zwaarste economische crisis sinds de jaren '30 van de vorige eeuw zal worden. Begin maart daalt de Nederlandse beursgraadmeter AEX onder de 200 punten, de laagste stand sinds juli 1995.

Op 25 maart 2009 sluiten sociale partners een nationaal akkoord met het kabinet.⁵ Dit akkoord bevat onder andere een crisispakket dat de economie moet stimuleren en de overheidsfinanciën herstellen. Zo wordt tussen de sociale partners loonmatiging afgesproken. De overheid voert versneld investeringen uit in de infrastructuur, bouw en innovatie. De werktijdverkorting wordt omgezet in de deeltijd-WW en het kabinet heeft het voornemen de AOW-leeftijd te verhogen naar 67 jaar. Uitgangspunt van het kabinet is dat de steunmaatregelen «tijdig, tijdelijk en trefzeker» moeten zijn.⁶ In totaal bedraagt de economische impuls van het akkoord circa 6 miljard euro.

Het eerste kwartaal van 2009 blijkt achteraf het dieptepunt van de financiële crisis te zijn geweest.

De crisismaatregelen van 2008 en 2009 hebben vele miljarden euro's gekost. De kredietcrisis en haar doorwerking op de reële economie hebben tot hogere overheidsuitgaven en lagere inkomsten geleid. Dit heeft zijn weerslag gehad op de Rijksbegroting. De staatsschuld is toegenomen, ondanks dat een deel van de directe uitgaven voor het redden van de financiële instellingen al is teruggekomen. De huidige begrotingsproblematiek en de Eurocrisis kunnen dan ook niet los gezien worden van de kredietcrisis en de in dat verband genomen maatregelen.

¹ Kamerstuk 31 371, nr. 54.

² Kamerstuk 31 371, nr. 61. Bijlage 5. *Decemberberraming 2008*.

³ Staatscourant 2008, nr. 232, 28 november 2008.

⁴ Persconferentie 17 februari 2009 van de heer Teulings en minister-president Balkenende.

⁵ MKB Nederland, Crisispakket biedt kansen, 26 maart 2009.

⁶ Kamerstuk 31 070, nr. 24.