

Oorzaak van de kredietcrisis ligt in de spanning tussen geld- en kapitaalmarkt

In de financiële wereld woeden op dit moment twee crises tegelijk, enerzijds de Amerikaanse subprime-hypotheekcrisis die begin 2007 de kop opstak en anderzijds het uit balans raken van de internationale kapitaalmarkt in de zomer van vorig jaar. Terwijl de subprime-crisis inmiddels langzaam maar zeker lijkt weg te trekken (het aantal nieuwe probleemhypotheeklen daalt al sinds oktober vorig jaar gestaag) lijkt de crisis in de kapitaalmarkt juist opnieuw losgebarsten. De kosten voor het indekken tegen faillissement, staan weer op hetzelfde niveau als tijdens de ondergang van Bear Stears, de Amerikaanse zakenbank die in maart van dit jaar moest worden gered. Om de vraag te beantwoorden hoe dit alles zo uit de hand heeft kunnen lopen en waar de oplossing gezocht moet worden, is het allereerst van belang om aanleiding en oorzaak van de kapitaalmarktcrisis uit elkaar te houden. Anders dan vaak wordt gedacht is de Amerikaanse hypotheekcrisis veeleel de aanleiding geweest, en niet zozeer de oorzaak, van het nu veel grotere probleem van het disfunctioneren van de internationale kapitaalmarkt. Om een indruk te geven, de directe verliezen op Amerikaanse subprime-hypotheeklen wordt geschat op 250 miljard dollar, nog geen 0,4 procent van de 67 miljard dollar grote wereldwijde obligatiemarkt. Hoe kan een relatief klein Amerikaans hypotheekprobleem een zo grote invloed hebben op elke uithoek van de kapitaalmarkt? Hoe kan de risicopremie op Nederlandse hypotheekobligaties, algemeen gezien als de minst risicovolle in Europa, in nog geen jaar tijd vertienvoudigen, van onder de 0,15 procent tot kortstondig boven de 1,5 procent? De oorzaak van de huidige wereldwijde financiële problemen ligt dan ook niet in de Amerikaanse hypotheekmarkt, maar in het functioneren van de kapitaalmarkt zelf. De bron van de problemen wordt gevormd door de spanning tussen de geldmarkt en de kapitaalmarkt, de markten voor respectievelijk kortlopend en langlopend schuld papier. Die spanning zit in de, onhoudbaar gebleken, massale financiering van langlopende activa met kortlopende schulden. Hierbij is de massaliteit van de financiering op zichzelf niet het probleem maar wel in combinatie met de onbalans tussen lange activa en kortlopende schulden. Om een voorbeeld te geven: het aan de Amsterdamse beurs genoteerde Carlyle Capital ging ten onder doordat het zijn tientallen jaren uitstaande hypotheekobligaties niet meer kon herfinancieren met veelal maandelijks aflopende schulden. Dit kort financieren was lucratief omdat op de geldmarkt een lagere risicopremie gebruikelijker is dan op de kapitaalmarkt. Dat is niet zonder reden, de geldmarkt staat namelijk alleen open voor vrijwel risicoloos schuld papier waarbij het zonder meer duidelijk is dat de schuld volledig wordt terugbetaald en, even belangrijk, op tijd. Deze nadruk in de geldmarkt op het op tijd terugbetalen komt voort uit een bekend economisch probleem, het gevangenendilemma. Dit probleem komt erop neer dat partijen bij het nastreven van hun individuele belangen uiteindelijk een maatschappelijk minder gewenste uitkomst bereiken. Het gevangenendilemma kan worden opgeheven als de partijen elkaar volledig vertrouwen. In de geldmarkt uit zich dit zo dat marktpartijen bij het financieren van langerlopende activa, die langer lopen dan de schulden, er honderd procent zeker van willen zijn dat er later een andere marktpartij bereid is om de aflopende schulden te herfinancieren. Zodra hierover voor bepaalde activa onzekerheid

ontstaat dan trekken geldmarktpartijen in korte tijd hun geld terug. Niemand wil namelijk de laatste zijn, degene die zijn geld niet op tijd terugziet. Dit is precies wat in de zomer van 2007 gebeurde op een moment dat duizenden miljarden aan langlopende activa door de geldmarkt werden gefinancierd. De aanleiding was de onduidelijkheid in de geldmarkt over de onderpandswaarde van door subprimehypotheeklen gedekte obligaties. Door deze onzekerheid waren de geldgevers in de geldmarkt niet langer bereid deze langlopende obligaties te financieren en deze moesten vervolgens ter herfinanciering op de kapitaalmarkt worden aangeboden. Dit leidde tot een volledig ontwrichten van de kapitaalmarkt waarbij de obligatieprijzen in elkaar duikelden. Het opdrogen van de geldmarkt was hiermee overgeslagen op de kapitaalmarkt. Welke conclusie kan de toezichthouder uit het bovenstaande trekken? Van het gevangenendilemma kan de toezichthouder leren dat de relatie tussen de geldmarkt en kapitaalmarkt permanent instabiel is en dat, wanneer er een te groot bedrag aan langlopende activa door de geldmarkt wordt gefinancierd, door het opdrogen van de geldmarkt ook de kapitaalmarkt plotseling uit evenwicht kan raken. Hiermee zal zij in haar toezichtbeleid rekening moeten houden, bijvoorbeeld door hogere kapitaaleisen te stellen voor sommige activa. Daarnaast zullen de centrale banken moeten nagaan in hoeverre het ruime monetaire beleid van de afgelopen jaren de eerder geschetste geldmarktfinanciering van langlopende activa heeft gefaciliteerd. De juiste conclusie zal hopelijk de pijn tijdens een volgende crisis verzachten.

NILS DE GRAAF

Director KPMG corporate finance te Moskou

