

Hoe de ene crisis de volgende oproept

De economie verkeert in de ergste crisis in de periode na de Tweede Wereldoorlog. Maar de huidige crisis kan ook gezien worden als één uit een reeks van naoorlogse crises, waarbij elke crisis aanleiding heeft gegeven voor het ontstaan van de volgende.

Zoals zo vaak is het begin klein. Van 1955 tot 1957 beleefde het Verenigd Koninkrijk verschillende betalingsbalanscrises (Johnston, 1983). Als reactie hierop besloten de Britse monetaire autoriteiten in 1957 het gebruik van het pond sterling te beperken. Het werd verboden het Britse pond nog langer te gebruiken voor het financieren van internationale handel, wanneer geen van de partijen uit het Verenigd Koninkrijk kwam. Ook de herfinanciering van handelskredieten in sterling werd beperkt. Door deze maatregelen verloren de Britse banken een winstgevende handel.

De eurodollarmarkt

De Britse banken zochten daarom naar andere mogelijkheden om de handel tussen niet-ingezetenen van het Verenigd Koninkrijk te financieren. Omdat de Amerikaanse dollar toen de enige munteenheid was die als alternatief kon dienen, werd deze daarvoor gebruikt. Hierdoor ontstonden dollartegoeden buiten de Verenigde Staten. Deze tendens werd nog versterkt door de Koude Oorlog, want communistische landen hielden liever hun dollartegoeden buiten de jurisdictie van de Verenigde Staten aan. Bovendien veranderde het overschot op de lopende rekening van de Verenigde Staten in een tekort, zodat er meer dollars beschikbaar kwamen. Door deze factoren ontstond aan het einde van de jaren vijftig de eurodollarmarkt: een markt van tegoeden uitgedrukt in Amerikaanse dollars maar buiten de Verenigde Staten. De kortetermijntegoeden bevonden zich vooral bij banken in Londen.

Gedurende de jaren zestig heeft deze markt een gestage groei doorgemaakt. Weer waren betalingsbalansproblemen de achterliggende oorzaak. De Verenigde Staten hadden bij voortduring een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. Dit werd veroorzaakt door expansieve uitgaven voor sociale voorzieningen en later voor de Vietnamoorlog. De wisselkoers van de dollar kwam hierdoor onder druk te staan. Beleggers wilden hun dollartegoeden verkopen voor goud en beleggingen in Europese munten, zoals de Duitse mark, de Zwitserse frank en de Nederlandse gulden. De autoriteiten reageerden met het beperken van het inter-

nationale kapitaalverkeer. Ook de Verenigde Staten troffen allerlei maatregelen om de kapitaaluitstroom te beperken. Europese landen hieven soms een extra belasting op tegoeden die aangehouden werden door niet-ingezetenen.

In wezen dreven de autoriteiten door deze beperkingen de beleggingen naar internationale markten waar geen enkele overheid bevoegdheden had. Dit was de eurovalutamarkt, bestaande uit onder andere de eurodollarmarkt, de euro-Duitsemarkt, en de euroguldenmarkt. Deze markt viel buiten het toezicht van de nationale autoriteiten, zodat de commerciële banken geen verplichte reserves hoefden aan te houden, waardoor de kosten werden gedrukt en gunstige tarieven konden worden aangeboden.

De OPEC-dollars

Uiteindelijk bleek men niet in staat door al deze beperkingen de koers van de dollar vast te houden. In het begin van de jaren zeventig werd de dollar gedevalueerd en later werd de koers zelfs helemaal vrij gegeven. De hieruit resulterende waardedaling van de dollar zette de leden van de OPEC aan tot forse verhogingen van de prijs van ruwe olie. Weer waren onevenwichtigheden op de betalingsbalansen het gevolg. De OPEC-landen ontvingen ineens veel meer geld voor hun exporten dan voorheen. Omdat ze daar zo snel geen bestemming voor wisten, stalden ze deze dollars bij banken in Londen, want daar was immers een goed ontwikkelde eurodollarmarkt. Voor de banken was dit een probleem. Zij kregen de beschikking over veel geld, waar ze rente over moesten betalen. Om winst te kunnen maken moesten ze dit geld weer uitlenen voor een iets hogere rente. In de rijkere landen was men terughoudend in het aangaan van leningen, maar verschillende middeninkomenslanden, zoals Argentinië en Mexico, wilden wel geld lenen.

Het feit dat de instroom van dollars groot was had twee gevolgen. Allereerst betekende het dat de banken grote bedragen moesten zien uit te lenen. Om dit te bereiken werden bonussen uitgekeerd op grond van de gerealiseerde omzet en niet op grond van gerealiseerde winst. Daarnaast werd de rente gedrukt; de reële rente was soms zelfs negatief en voor de middeninkomenslanden werd lenen aantrekkelijk.

Deze leningen hadden zeker in het begin een lange looptijd, vaak vijf jaar of langer. De deposito's van de OPEC-landen hadden meestal maar een looptijd van drie maanden. De rente die de banken moesten vergoeden varieerde dus in de tijd. Bij het aanbie-

EELKE DE JONG

Hoogleraar aan de Radboud
Universiteit Nijmegen

den van leningen met een vaste rente zouden de banken het risico lopen dat tijdens de looptijd van de lening de te vergoeden rente hoger zou worden dan de rente die ze ontvingen. Om dit risico te vermijden werden de leningen met flexibele rentes aangeboden. Bovendien luidden de leningen in Amerikaanse dollars, zodat het valutarisico voor de banken werd weggenomen.

Omdat de omvang van de leningen groot was, werden ze niet door een enkele bank verstrekt maar door een syndicaat van banken. Zo'n syndicaat kon uit wel vijfhonderd banken bestaan. Op deze manier dacht men het risico van wanbetaling te spreiden. Feitelijk leidde deze constructie echter tot te weinig aandacht voor het risico. Elke bank had individueel geen stimulus om voor het gehele syndicaat het risico te onderzoeken.

De schuldencrisis

Vlak na de eerste oliecrisis stond het Internationaal Monetair Fonds (IMF) redelijk positief tegenover het feit dat de commerciële banken de dollartegoeden van de OPEC-landen doorleenden aan de middeninkomenslanden. Hierdoor werd een wereldwijde vraaguitval en diepe langdurige recessie voorkomen. Na enkele jaren sloeg dit oordeel om. Al voor het einde van de jaren zeventig begonnen verschillende lidstaten van het IMF zich zorgen te maken over de hoge schulden van de middeninkomenslanden bij de commerciële banken (Ruding, 1979). Men vreesde dat door de gemakkelijke manier waarop deze landen leningen kregen, ze de noodzakelijke economische hervormingen achterwege zouden laten. Immers ondanks de relatief lage rente die aan de commerciële banken betaald moest worden, kon men nog goedkoper bij het IMF lenen. De regeringen van de middeninkomenslanden wilden dat niet omdat men niet aan de beleidsvoorwaarden van het IMF wilde voldoen.

Door deze ontwikkelingen werden de middeninkomenslanden gevoelig voor stijgingen van de rente en van de waarde van de dollar. Deze stijgingen kwamen vanaf 1979, toen de Verenigde Staten en later het Verenigd Koninkrijk besloten de inflatie te bestrijden met een krap monetair beleid. Omdat de rente op de leningen flexibel was, leidde dit snel tot een verhoging van de kosten. In termen van de eigen munt werd dit nog verergerd door de waardevermindering van de dollar. Bovendien was in de loop van de tijd de looptijd van de leningen sterk verkort. In augustus 1982 kondigde Mexico een moratorium af. De schuldencrisis was begonnen.

De banken hadden even tijd nodig om de gevolgen van deze crisis te bepalen. Het was namelijk niet altijd bekend hoeveel de verschillende filialen aan

Al voor het einde van de jaren zeventig begonnen verschillende lidstaten van het IMF zich zorgen te maken over de hoge schulden van de middeninkomenslanden bij de commerciële banken

een bepaald land hadden uitgeleend. Al snel werd echter duidelijk dat verschillende, vooral Amerikaanse, banken voor aanzienlijke bedragen bij deze landen hadden uitstaan. Deze leningen moesten worden afgewaardeerd, waardoor de kredietwaardigheid van banken verslechterde. Voor westerse bedrijven werd het voordeliger om op eigen naam obligatieleningen te emitteren dan leningen bij banken af te sluiten. De laatste begeleiden de emissie nog wel. In feite werden leningen tussen banken en bedrijven vervangen door obligatieleningen die op markten worden verhandeld: securitisatie. Door deze ontwikkelingen werden financiële markten van aandelen en obligaties en afgeleide producten belangrijker. De groei van financiële markten werd nog gestimuleerd door deregulering.

De Azië-crisis

De jaren negentig worden gekenmerkt door verschillende financiële crises. Voor het begrijpen van de huidige crisis is de Azië-crisis van 1997 en 1998 het belangrijkste. Volgens velen werd deze crisis mede veroorzaakt door de ongelukkige combinatie van geliberaliseerd kapitaalverkeer met gebrekkig toezicht. Hierdoor was veel kapitaal deze landen ingestroomd en belegd in onroerend goed. Bovendien waren de verhoudingen tussen particulier eigendom en de overheid niet altijd duidelijk: *crowny capitalism*. Vooral de Verenigde Staten grepen de crisis aan om deze gebreken recht te zetten via de voorwaarden verbonden aan de leningen van het IMF. Daarnaast maakte het IMF de fout door in eerste instantie te veel nadruk te leggen op het beheersen van de overheidsuitgaven. Het gevolg was dat aan de leningen van het IMF een lange lijst van voorwaarden was gekoppeld. Veel van deze condities hadden betrekking op het toezicht op de financiële sector. Lang niet alle voorwaarden bleken juist: denk aan het verminderen van de overheidsuitgaven en aan het failliet verklaren van banken. Een belangrijk gevolg is geweest dat deze landen een afkeer kregen van het IMF en andere internationale financiële instellingen.

In het begin van deze eeuw streefden daarom veel opkomende economieën naar onafhankelijkheid van de internationale financiële instellingen. Brazilië, Argentinië en enkele Aziatische landen losten hun schulden bij het IMF zo snel mogelijk af. Verder gingen veel Aziatische landen, met China voorop, grote monetaire reserves opbouwen. Door een groot bezit aan buitenlandse valuta hoopte men niet langer in tijden van crisis afhankelijk te zijn van andere landen en internationale financiële instellingen: *self insurance*. Bovendien wilde China zijn bevolking werk verschaffen.

Amerikaans schatkistpapier

Monetaire reserves worden opgebouwd doordat een land op zijn betalingsbalans een overschot heeft op de som van de lopende en financiële rekening, de vroegere kapitaalrekening. China hield de waarde van de eigen munt kunstmatig laag. Hierdoor kon men de goederen gemakkelijk op buitenlandse markten afzetten, en de binnenlandse werkgelegenheid stimuleren. Het resulterende overschot op de lopende rekening werd niet gecompenseerd door een tekort, dat wil zeggen een uitstroom van kapitaal, op de financiële rekening. Bij gevolg namen de monetaire reserves toe. Aangezien monetaire reserves zo risicoloos mogelijk worden belegd, ging China op zoek naar veilige beleggingen. Het land vond die in Amerikaans schatkistpapier. Voor de regering in Washington was dit zeer welkom, aangezien zij grote tekorten had op de begroting vanwege de oorlog in Irak. Nu konden deze uitgaven worden gefinancierd zonder de last direct via belastingen en hoge rentes op de eigen bevolking af te wentelen. Het gevolg was een fors tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans en een veel lagere rente dan anders het geval zou zijn geweest.

De lage rente had twee effecten. Ten eerste moesten de banken op zoek naar nieuwe klanten. Hun gebruikelijke klantenkring was al voorzien, zodat de banken extra omzet moesten genereren om nog winst te maken. Deze nieuwe klanten waren de mensen zonder vast inkomen en vermogen. Aan hen werden ondanks

hun lage kredietwaardigheid toch hypotheek verstrekten. Net als in de jaren zeventig werd vooral gelet op het maken van omzet en niet op de kredietwaardigheid. Bonussen waren wederom omzetafhankelijk. Natuurlijk liepen de banken extra risico doordat ze zo veel leningen met een lage kredietstatus verstrekten. Hier was echter wat aan te doen: deze leningen werden gebundeld in pakketten waaraan door *rating agencies* een kredietstatus werd toegekend. Op deze manier konden de pakketten worden doorverkocht. Een directe relatie tussen de bank en de klant werd vervangen door een marktproduct: securitisatie. Voor de individuele bank heeft dit verschillende voordelen, namelijk de leningen zijn van de balans, er komt geld beschikbaar voor nieuwe leningen en het kredietrisico is overgedragen aan andere partijen.

Een tweede effect van de lage rente is dat verschillende financiële instellingen op zoek moesten naar hogere rendementen om nog aan hun doelstellingen te kunnen voldoen. Bijgevolg gingen ze steeds meer beleggen in risicovolle producten omdat daar nog een goed rendement op kon worden behaald. Constructies met de pakketten hypotheek boden hiervoor een uitstekende mogelijkheid. Geld werd tegen lage rentes aangetrokken van de geldmarkt en geïnvesteerd in deze hoog renderende pakketten. Dit werd gedaan door investeringsbanken, beleggingsfondsen en *special investment vehicles*. Feitelijk waren deze instellingen bezig met looptijdtransformatie: kortetermijnschulden gebruiken om langetermijninvesteringen te financieren. Dit is feitelijk de kerntaak van commerciële banken en vanwege de daaraan verbonden kwetsbaarheid staan ze onder toezicht. Op deze niet-banken werd echter geen of nauwelijks toezicht uitgeoefend. Een bijkomend probleem bleek dat soms een deel van het kredietrisico nog bij banken bleef en dat in andere gevallen een deel van de pakketten weer door andere afdelingen, de trading desks, van banken was gekocht. Banken bleven daarom kwetsbaar. Deze kwetsbaarheid bleek toen de rente omhoog ging. Als gevolg daarvan konden Amerikaanse burgers de hypotheekverplichtingen niet meer nakomen. De waarde van de hypotheekpakketten daalde en het gevolg was dat de instellingen die deze pakketten met geleend geld hadden gefinancierd geen nieuwe leningen op de geldmarkt af konden sluiten. Plotseling realiseerden de banken zich dat ze zelf nog risico liepen. Onduidelijk was echter hoeveel risico elk had. Om er in ieder geval zeker van te zijn dat men zelf nog voldoende financiële middelen beschikbaar zou hebben voor onvoorziene liquiditeitsproblemen, stopten de banken de onderlinge kredietverlening. De kredietcrisis was een feit.

Conclusie

Uit deze beschrijving van een serie na-oorlogse crises blijken de parallellen tussen vooral de schulden crisis en de huidige kredietcrisis. Onevenwichtigheden op betalingsbalansen leiden ertoe dat sommige landen grote vermogens opbouwen en andere zich in de schulden steken. Door het overschot aan financiële middelen daalt de rente tot zeer lage niveaus. Financiële instellingen proberen op risicovolle manier rendement te maken. Hiertoe worden bonussen op omzet gegeven. Door risicospreiding probeert men als individuele instelling het hogere risico te verminderen, maar op systeemniveau lukt dat niet.

Een tweede conclusie is dat de ene crisis niet los gezien kan worden van de vorige crises. In dit opzicht kunnen crises twee soorten gevolgen hebben. Ze kunnen leiden tot het ontstaan van nieuwe markten of producten: denk aan het ontstaan van de eurovalutamarkt in de jaren vijftig en de toename van securitisatie na de schulden crisis. Een tweede mogelijk gevolg is dat regeringen van landen zich zo misdeeld voelen, dat ze proberen alsnog hun recht te halen. Het motief de olieprijs te verhogen was voor een belangrijk deel gelegen in de snelle waardedaling van de dollar in het begin van de jaren zeventig. Dat de dollar toen zo snel in waarde daalde was veroorzaakt door het in de jaren zestig gevoerde beleid om de koers kunstmatig vast te houden. Een belangrijke bron van de huidige crisis is de self-insurance-politiek van China als reactie op de Azië-crisis.

Uiteindelijk zit er niets anders op dan dat landen met omvangrijke overschotten en tekorten op de lopende rekening zich realiseren dat ze hun beleid moeten aanpassen

De vraag is dan natuurlijk welk onheil is zich nu weer aan het voorbereiden is. Het eerlijke antwoord is: dat is niet bekend. Wat wel opvalt is dat omvangrijke betalingsbalansonevenwichtigheden altijd een rol spelen. In de jaren voorafgaand aan de crisis zijn de tekortlanden niet bereid orde op zaken te stellen. Overschotlanden doen alsof ze zich van geen kwaad bewust zijn. Beperkingen op het kapitaalverkeer helpen uiteindelijk niet. Uiteindelijk zit er niets anders op dan dat landen met omvangrijke overschotten en tekorten op de lopende rekening zich realiseren dat ze hun beleid

moeten aanpassen. Een meer sturende rol van een internationale organisatie als het IMF kan hierin behulpzaam zijn. Een grotere rol voor opkomende economieën in de internationale organisaties kan ook goed zijn. Voldoende is het echter niet. Net als bankiers dienen regeringen zich te beperken.

