

3. Commentaar bij de financiële crisis

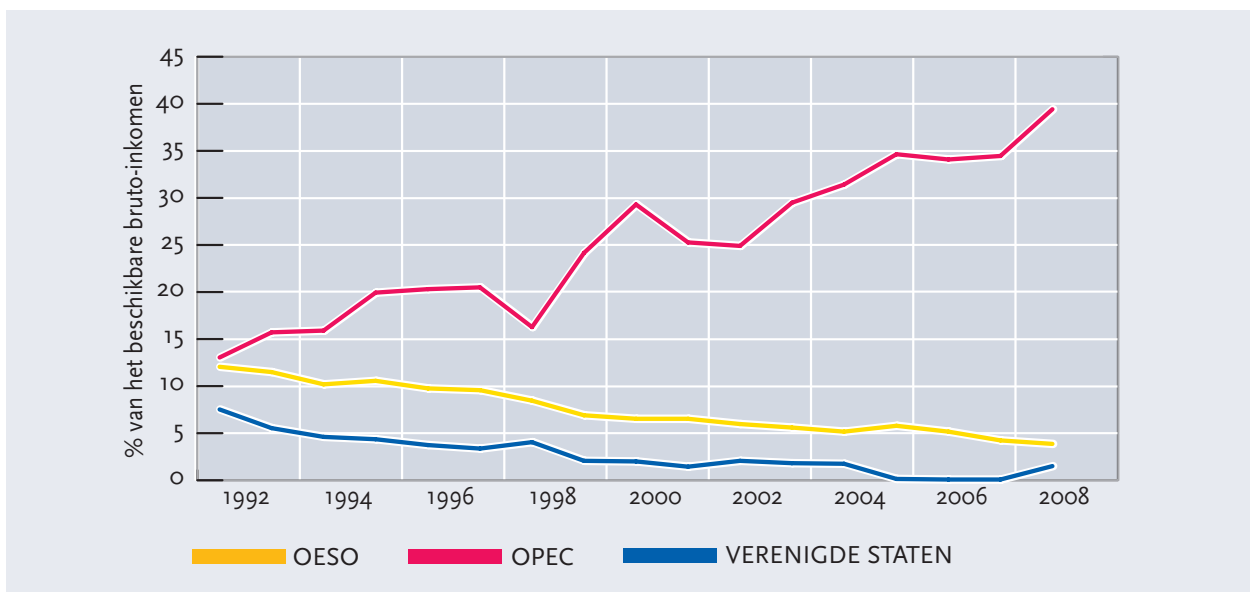
3.1 Interpretatie van de financiële crisis

- Een voorspoedig decennium waarachter stijgende wanverhoudingen schuilgaan

Sinds het midden van de jaren '90 is de economie gestoeld op stabiele en globaal gezien positieve fundamenten: in de ontwikkelde landen wordt de inflatie onder controle gehouden en de economische groeicijfers blijven relatief stabiel. Maar als we verder kijken dan die kalme façade, zien we dat tegelijkertijd grote wanverhoudingen zijn ontstaan wat de kapitaalstromen betreft.

De groeiende wereldwijde economische activiteit heeft de prijzen van de grondstoffen de hoogte ingejaagd, en heeft de landen die grondstoffen produceren op die manier een aanzienlijk inkomen opgeleverd. Die landen vertonen een typische aanzienlijke neiging om te sparen (grafiek 16), zodat de toegenomen inkomsten worden omgezet in een aanzienlijk bedrag om te investeren.

GRAFIEK 16: Spaarquote van de gezinnen (% van het beschikbare bruto-inkomen)



Bron: OESO, CIBC

Deze kapitalen zijn globaal gezien naar activa gegaan die geacht werden geen risico in te houden, met andere woorden, er is massaal geïnvesteerd in Amerikaanse staatsobligaties. Het gevolg daarvan was een daling van de lange ter-

mijn interestvoeten, een beweging die versterkt werd door een erg inschikkelijk monetair beleid.

Deze omgeving van lage interestvoeten overheerste tijdens het grootste deel van het voorbije decennium.

• Een enorme groei van het financiële systeem

Deze overvloed aan liquide middelen heeft bijgedragen tot een forse stijging van het aanbod van en de vraag naar krediet in onze economie. Aangezien er in de Westerse landen weinig gespaard wordt, zijn de deposito's van de lokale economische actoren niet op hetzelfde ritme gegroeid als de uitstaande kredieten, waardoor de banken genoodzaakt waren zich meer op de internationale kapitaalmarkten te financieren.

Een andere verandering van het paradigma is er gekomen op het vlak van de aard en de invloed

van de aandeelhouders. De individuele aandeelhouders van bedrijven, die traditioneel eerder passief waren en op lange termijn aanwezig waren in het kapitaal van de bedrijven, zijn verdrongen door institutionele beheerders, die bijna uitsluitend uit zijn op rendement op korte termijn. De financiële instellingen (zoals overigens veel niet-financiële instellingen) zijn dus op zoek gegaan naar andere rendementsbronnen om te voldoen aan de vraag van die nieuwe aandeelhouders.

• Verzwakkende intrinsieke eigenschappen

De toename van de uitstaande kredieten en de zoektocht naar nieuwe rendementsbronnen heeft geleid tot een snelle uitbreiding van de balans van de banken. Deze uitbreidingsbeweging, die gevoed werd door activaprijzen die constant de hoogte werden ingejaagd door aanhoudende aankopen, is ruimschoots verder gegaan dan enkel de balansen van de banken. Door deze drang naar rendement heeft zich een systeem ontwikkeld dat vandaag de dag kan

beschouwd worden als een echt parallel bankstelsel. Veel spelers van een nieuw type zijn opgedoken op de financiële markten (Hedge Funds, Private Equity funds, Money Market Funds). Deze vallen buiten het geregulariseerde bankdomein en hebben enorme bedragen aan activa verzameld in verhouding tot hun eigen vermogen, waardoor ze een hefboomeffect vertonen en dus een indrukwekkende rendabiliteit, althans zolang de situatie gunstig blijft.

KADER 1: Hefboomeffect

Het hefboomeffect bestaat erin het schijnbare rendement van een activum te vermenigvuldigen door het gedeeltelijk te financieren via een lening. Nemen we nu het volgende voorbeeld:

- Stel dat we 100 € van ons geld in een activum investeren dat 6 % per jaar opbrengt. Na een jaar zullen we dan 106 € hebben, namelijk een rendement van 6 % bovenop het bedrag dat we van ons eigen vermogen geïnvesteerd hebben.
- Stel nu dat we om dat activum te kopen 10 ff van ons geld hebben geïnvesteerd, en dat de overige 90 € gefinancierd worden via een lening over een jaar aan 4 %. Na een jaar is dit de balans:
 $100 \text{ €} * 6 \% - 90 \text{ €} * 4 \% = 6 \text{ €} - 3,6 \text{ €} = 2,4 \text{ €}$,
 wat neerkomt op $10 \text{ €} * 24 \%$, dus een schijnbaar rendement van 24 % op het bedrag dat we van ons eigen vermogen geïnvesteerd hebben. Het hefboomeffect verhoogt het rendement van het eigen vermogen. In dit voorbeeld zeggen we dat de hefboom 10 bedraagt (100 € aan activa = 10 * 10 € eigen kapitaal).
- Stel nu dat het activum 3 % van zijn waarde verliest. In het eerste geval (zonder hefboom) zouden we 3 € verloren zijn, dus 3 % van ons kapitaal. In het tweede geval daarentegen moeten we nog altijd onze leningen helemaal terugbetalen, het resultaat wordt dus:
 $100 \text{ €} * (-3 \%) - 90 \text{ €} * 4 \% = -3 \text{ €} - 3,6 \text{ €} = -6,6 \text{ €}$ dus $10 \text{ €} * -66 \%$.
 We zullen 66 % van ons eigen vermogen verloren hebben!

Op vrijwel dezelfde manier als dit eenvoudige voorbeeld zijn alle financiële instellingen eigenlijk een mechanisme om te investeren met hefboomeffect. Een handelsbank bijvoorbeeld leent van zijn klanten het bedrag dat op hun rekening staat, waarop een interest wordt gestort, om die als een hefboom te gebruiken voor haar eigen vermogen en een veelvoud te investeren van dat eigen kapitaal (in financiële effecten of in directe kredieten).

De banken hebben de beweging gevolgd door lege bedrijven te creëren die niet opgenomen werden in hun balans, en door hun activiteiten te financieren via leningen op de internationale markten, dus op heel korte termijn (enkele dagen). Die lege bedrijven genieten dus van een sterk hefboomeffect om hun rendabiliteit te verhogen.

Al die actoren vertonen gemeenschappelijke eigenschappen die het systeemrisico beduidend

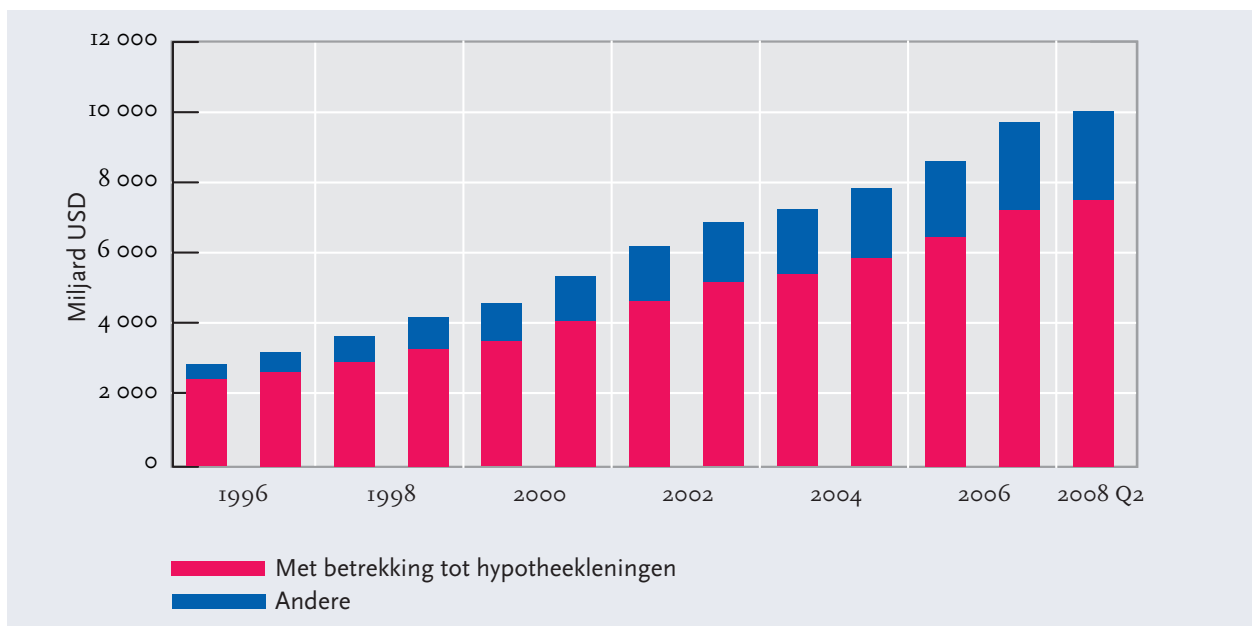
verhogen. Dit impliceert dat ze het volledige economische systeem kunnen aantasten. Enerzijds hebben ze weinig eigen kapitaal en een heel belangrijk hefboomeffect. Anderzijds is er een verhoogd transformatierisico: deze spelers lenen dag op dag enorme sommen om te investeren in activa op lange termijn. Hun rendabiliteit en zelfs hun levensvatbaarheid hangt dus af van die mogelijkheid om te lenen op (heel) korte termijn.

• Een parallel banksysteem dat gedragen wordt door nieuwe transfermiddelen

Een van de sleutelementen bij de opgang en de ontwikkeling van dit parallelle banksysteem is het buitengewone succes dat de securitisaties en afge-

leide producten de laatste decennia hebben gekend (grafiek 17).

GRAFIEK 17: Uitstaand bedrag van gesecuritiseerde activa in de Verenigde Staten



Bron : SIFMA.

De securitisatie stelt de instellingen die nieuwe kredieten verlenen ertoe in staat die niet in hun balans te houden maar ze om te vormen tot financiële effecten die dan op de markten kunnen verhandeld worden. De afgeleide producten laten de operatoren onder meer toe om bepaalde soorten

risico's te ruilen die verband houden met financiële posities (fluctuatie van de rentevoeten en wisselkoersen, risico op onbetaalde schuldvooreringen, risico dat de waarde van de activa daalt) zonder de positie kwijt te raken (of omgekeerd ze te verkrijgen).

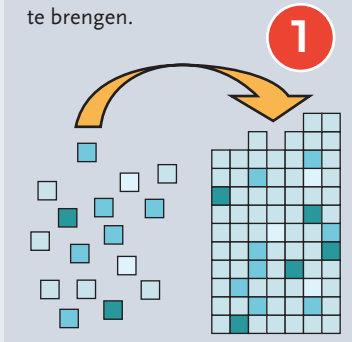
KADER 2 : Securitatisatie

Definitie

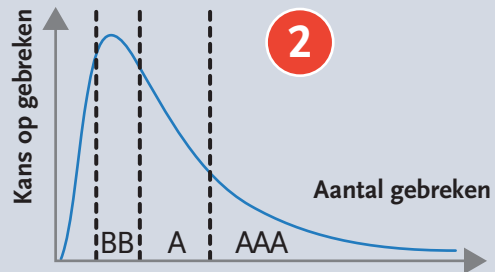
Een securitatieverrichting bestaat erin een geheel aan vorderingen die in principe niet geruild kunnen worden op de markten, om te vormen tot effecten die gewaardeerd en verhandeld kunnen worden

Beschrijving van een securitatie

Een geheel van homogene vorderingen (bijvoorbeeld hypotheekleningen) worden gegroepeerd in een fonds, dat geplaatst wordt in een lege onderneming, dat als enige doel heeft het fonds onder te brengen.



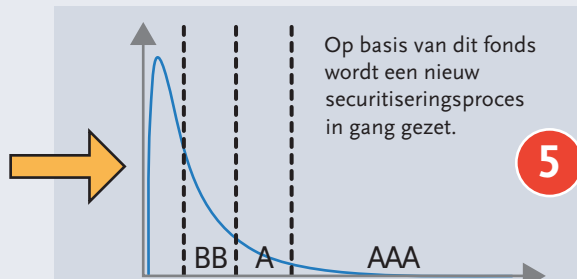
Door dit grote aantal kunnen er statistische eigenschappen worden afgeleid voor het fonds, in het bijzonder de kans dat een bepaald aantal vorderingen in gebreke blijft in het fonds. We kunnen dan "schijven" vastleggen met betrekking tot het fonds, waarbij de eerste schijf de eerste gebreken opneemt die zich voordoen en dus de minst goede kredietbeoordeling heeft (de waarschijnlijkheid dat de schijf getroffen wordt door een gebrek is heel groot), en de laatste schijf pas getroffen wordt door de gebreken als alle andere schijven uitgeput zijn. Die laatste schijf heeft dus de beste kredietbeoordeling.



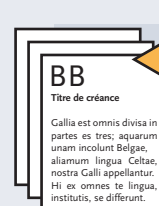
Die schijven worden op de markt verkocht door een lege onderneming in de vorm van effecten (vandaar effectisering of securitatie), die gewaarborgd worden door het vorderingsfonds volgens het mechanisme dat geschetst werd in stap 2, volgens de rating. De statistische eigenschappen van het fonds maken het de verschillende spelers mogelijk om hen een waarde toe te kennen, hoewel ze over weinig informatie beschikken over de oorspronkelijke vorderingen, en ze kunnen er dus gemakkelijk inwisselbare effecten van maken. Ze worden ABS genoemd, "Asset Backed Securities", of specifiek nog MBS "Mortgage Backed Securities" als de oorspronkelijke vorderingen hypotheekleningen zijn.



Vervolgens kunnen die effecten opnieuw gebruikt worden om er een fonds mee te vormen, vaak samen met andere soorten geseuritiseerde vorderingen (bijvoorbeeld vorderingen op kredietkaarten, autoleningen, handelsvorderingen).



Op basis van dit fonds wordt een nieuw securitiseringsproces in gang gezet.



Deze structuren (en de effecten die ze uitgeven) worden algemeen "Collateralized Debt Obligations" genoemd. Het proces kan zich meerdere keren herhalen, zodat we CDO², CDO³... krijgen.

• Asymmetrische informatie leidt tot een foutieve inschatting van het risico

Dit geheel van factoren heeft er enerzijds toe bijgedragen dat het risico verdeeld en verspreid werd over een geglobaliseerd financieel systeem, wat het heel moeilijk maakt om te bepalen wie de uiteindelijke dragers van die risico's zijn. Anderzijds maakt het controle en regelgeving moeilijk, en verhoogt het de graad van asymmetrische informatie in het systeem. Daaruit komt een slechte inschatting van de risico's voort en een geringe betaling voor de aangenomen risico's in het algemeen.

De agentschappen die kredieten beoordelen ("rating agencies", de voornaamste zijn S&P, Moody's en Fitch) spelen een cruciale rol in dit informatieaspect. Hun werkingsmodel is niet neu-

traal gebleven in de gebeurtenissen die volgden. Gezien de financiële producten almaar ingewikkelder worden, is de rol van deze agentschappen essentieel geworden voor de financiële wereld, die deze nieuwe middelen onmogelijk helemaal kan doorgronden en uitsluitend is afgegaan op de beoordelingen van de agentschappen om het risico in te schatten dat gepaard gaat met die activa. Echter de ratingagentschappen zijn privé-bedrijven en een beoordeling wordt altijd betaald door wie het effect in omloop brengt en niet door wie het koopt. We mogen dus twifelen aan de volmaakte onpartijdigheid van de informatie over het risico dat die agentschappen verschaffen via hun beoordelingscijfers.

• Subprimeleningen

Bij hun jacht op krediet worden de banken vroeg of laat geconfronteerd met het probleem om nieuwe leners te vinden.

Een mogelijkheid is om de criteria om hypothecaire leningen toe te kennen af te zwakken, om zo een nieuwe groep gezinnen als leners in het systeem in te sluiten. Dit zal gepromoot worden

door een heel voluntaristisch beleid in de Verenigde Staten inzake de toegang tot het eigendom van de minderheden en minder begoeden. Het criterium om de lening toe te kennen is niet langer de persoonlijke omstandigheden van de lener, die heel waarschijnlijk de lening niet zal kunnen terugbetalen, maar eerder de potentiële waarde van het onroerend goed die de lening waarborgt.

KADER 3 : Subprimeleningen

Zoals in de meeste Europese landen worden hypotheekleningen in België toegekend volgens strikte en reglementair omkaderde criteria. Die waarborgen dat de lener voldoende vermogend is om de lening te kunnen terugbetalen – en beschermen hem dus tegen een overmatige schuldenlast – en daarnaast ook dat de waarde van het goed dat als onderpand dient op de datum van de overeenkomst volstaat ten opzichte van het geleende bedrag. In de Verenigde Staten is de markt veel minder omkaderd, wat zich uit op twee manieren. Enerzijds zijn er veel meer spelers die hypotheekleningen mogen uitschrijven, en er wordt minder toezicht op hen uitgeoefend. Anderzijds kunnen leningen worden toegekend aan leners die weinig solvabel zijn.

De combinatie van beide factoren (kredietmakelaars met weinig scrupules, leningen aan gezinnen die niet de nodige middelen hebben om de lening terug te betalen) heeft de kwaliteit van de toegekende leningen veel wisselvalliger gemaakt. Terwijl in Europa alle hypotheekleningen als vrij veilig kunnen beschouwd worden, moeten in de Verenigde Staten verschillende categorieën worden onderscheiden:

- "prime mortgages": het equivalent van de leningen die in Europa worden toegekend
- "Alt-A": leningen van middelmatige kwaliteit
- "subprime": leningen van slechte kwaliteit (bv. geen inkomensoverzicht, geen bewijs van tewerkstelling, terugbetalingslast die heel hoog ligt ten opzichte van de gekende inkomsten, geleend bedrag is heel groot ten opzichte van de geschatte waarde van het goed, ...)
- En andere meer specifieke categorieën ...

Er bestaat dus geen strikte definitie van een subprimelening: het is een algemene term voor een lening waarvan de terugbetaling erg onzeker is.

Drie belangrijke elementen spelen een rol in de problematiek van de subprimeleningen:

- de hypothese dat de prijzen van het Amerikaanse residentiële vastgoed continu zouden stijgen
- de verspreiding en het verlies van informatie door het securitisatieproces
- de gebrekkige kennis over de financiële mechanismen van de uiteindelijke kopers

Het eerste punt is per slot van rekening niet eigen aan de markt van de subprimeleningen. Net voor de crisis losbarstte, deelde iedereen de voluntaristische overtuiging dat de waarde van de activa zou blijven stijgen.

Ook het tweede punt is niet typisch voor de hypotheekmarkt. Het spreekt voor zich dat de risico's die verbonden zijn aan de subprimeleningen aanzienlijk zijn, maar het fenomeen van de securitisatie maakt het de geldschieters die

gespecialiseerd zijn in dit segment gemakkelijker om dergelijke risico's te nemen. De kredieten blijven immers niet op de balans van de banken staan, maar worden in lege bedrijven geplaatst (zie kader 2). Dit procédé kan twee à drie keer herhaald worden. Bij elke stap is men verder verwijderd van de enige die over alle informatie beschikt over de kredietnemers en de goederen die als waarborg dienen, namelijk de instelling die de lening heeft toegekend ...

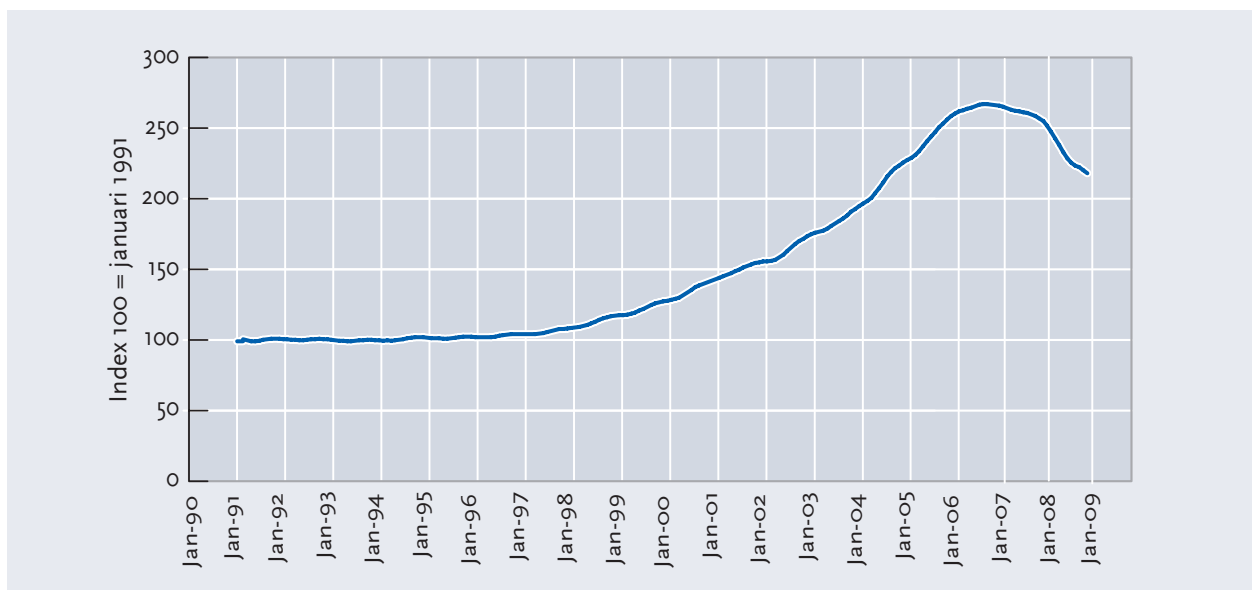
Het derde punt betreft de bijzondere aard van de subprimeleningen ten opzichte van andere hypotheekleningen. Zoals we hierboven kort hebben beschreven, is niet langer de solvabiliteit van de kredietnemer het sleutelement op deze nieuwe hypotheekmarkt, maar de waarde van het goed dat als waarborg dient. Het mechanisme van de subprimeleningen en de massale securitisatie ervan zal in feite de blootstelling aan de Amerikaanse vastgoedluchtbel wereldwijd verspreiden!

• Het vuur aan het lont

De vastgoedmarkt in de Verenigde Staten begint een andere wending te nemen in 2005 (grafiek 18). Het groeicijfer van de vastgoedprijzen, dat van 2000 tot 2005 gemiddeld meer dan 5 % bedroeg

per jaar en dat 10 % of meer bedroeg in veel stadswijken, neemt in 2005 vlug af en bereikt in de stadswijken negatieve waarden in 2006 en globaal gezien in 2007.

GRAFIEK 18: Index van de prijzen op de residentiële vastgoedmarkt in de Verenigde Staten



Bron: OFHEO, S&P, eigen berekeningen

• De machine keert zich tegen zichzelf

Het risico dat verbonden is aan de subprimeleningen, en dat over het hele systeem verspreid werd door de securitisatie, zal met een onvoorziene heftigheid op grote schaal een concrete vorm aannemen. De verwarring op de markt van de subprimeleningen zal gevolgen hebben ver buiten de eigen grenzen, om verschillende redenen:

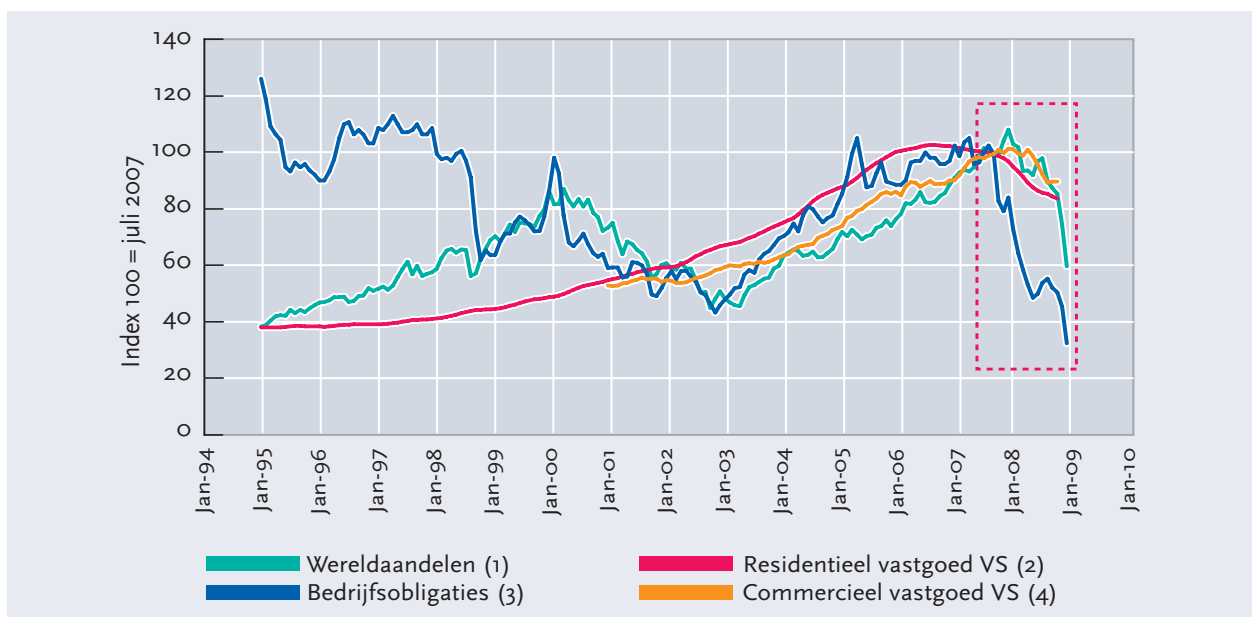
- het uiteenspatten van deze luchtbel roept de financiële wereld tot de orde inzake de kostprijs van het risico, die onderschat wordt tot ver buiten het domein van de subprimeleningen. Andere categorieën overgewaardeerde activa worden dus naar beneden toe bijgesteld;
- de effecten die gewaarborgd worden door subprimeleningen zijn samengevoegd met effecten die andere soorten vorderingen betreffen in de CDO-structuren (Collateralized Debt Obligations, zie ook kader 2). Die structuren hebben over het algemeen

te lijden onder de ondergang van de hypotheekmarkt. Dus alle CDO's die subprimeleningen bevatten, ook al is het aandeel klein, worden getroffen.

- het hefboomeffect, dat de winst vermenigvuldigt tijdens een gunstige periode, vermenigvuldigt ook het verlies in crisisperiodes. Gezien veel instellingen maar weinig eigen kapitaal hebben, worden ze zwaar getroffen door een verlies op de activiteiten van subprimeleningen, en ze moeten dus massaal andere activa verkopen om het volume van hun balans kleiner te maken, wat andere markten doet zakken.

Het uiteenspatten van de Amerikaanse vastgoedluchtbel brengt dus een grootschalige bijstelling teweeg die haar weerslag had op alle financiële markten, zoals we zien in grafiek 19.

GRAFIEK 19: Index van de prijzen van de voornaamste activacategorieën (index 100 = juli 2007)



(1) MSCI World.

(2) gebaseerd op OFHEO en Case-Shiller.

(3) gebaseerd op het verschil tussen de bedrijfsobligaties Baa en staatsobligaties op 10 jaar.

(4) Moody's CRE.

Bron: FED, Moodys, OFHEO, S&P, MSCI, eigen berekeningen.

• Een spiraal van wantrouwen

De risico's die verbonden zijn aan subprimeleningen, evenals aan andere soorten vorderingen die dubieus geworden zijn door de crisis, zijn wijdverspreid in het systeem. In de loop van 2007 ondervinden de banken zelf moeilijkheden om hun blootstelling te berekenen,

om nog maar te zwijgen over de indirecte blootstelling via leningen die worden toegekend aan andere financiële instellingen waarvan ze de blootstelling vrijwel niet kennen. De hamvraag op de markt tijdens de zomer van 2007 wordt: "Waar zitten de verliezen?"

Zoals we hierboven hebben vermeld heeft het systeem vertrouwelijke informatie over de kredietnemer ruimschoots ingeruild tegen het vertrouwen in de tegenwaarde op de markt, waarbij er overgeschakeld is van een relatiemodel naar een transactiemodel. Nu dat vertrouwen ineens verdwijnt, blokkeren de markten. De interbancaire markt zelf, een markt waarop banken en financiële instellingen elkaar zonder garantie geld lenen, is bruusk ingekrompen. Geen enkele bank wil nog aan een andere bank geld lenen, behalve op heel korte termijn en beperkte bedragen.

In maart 2008 heeft het quasi-faillissement van de Amerikaanse investeringsbank Bear Sterns een

geweldige schokgolf veroorzaakt op de markten. De prompte reactie van de overheid, die een overname door de bank JP Morgan vergemakkelijkte, heeft de gemoederen wel snel bedaard.

Tezelfdertijd verhogen veel instellingen hun eigen vermogen door een beroep te doen op privékapitaal. De grote bankgroepen halen zo tientallen miljarden dollars en euro's binnen van private en institutionele investeerders. In dit stadium denkt men uit de crisis te kunnen geraken zonder grote catastrofes. De banken likken hun wonden en verkleinen geleidelijk hun balansen, ze brengen de middelen die buiten de balans vallen er weer binnen en ze vullen opnieuw hun eigen vermogen aan.

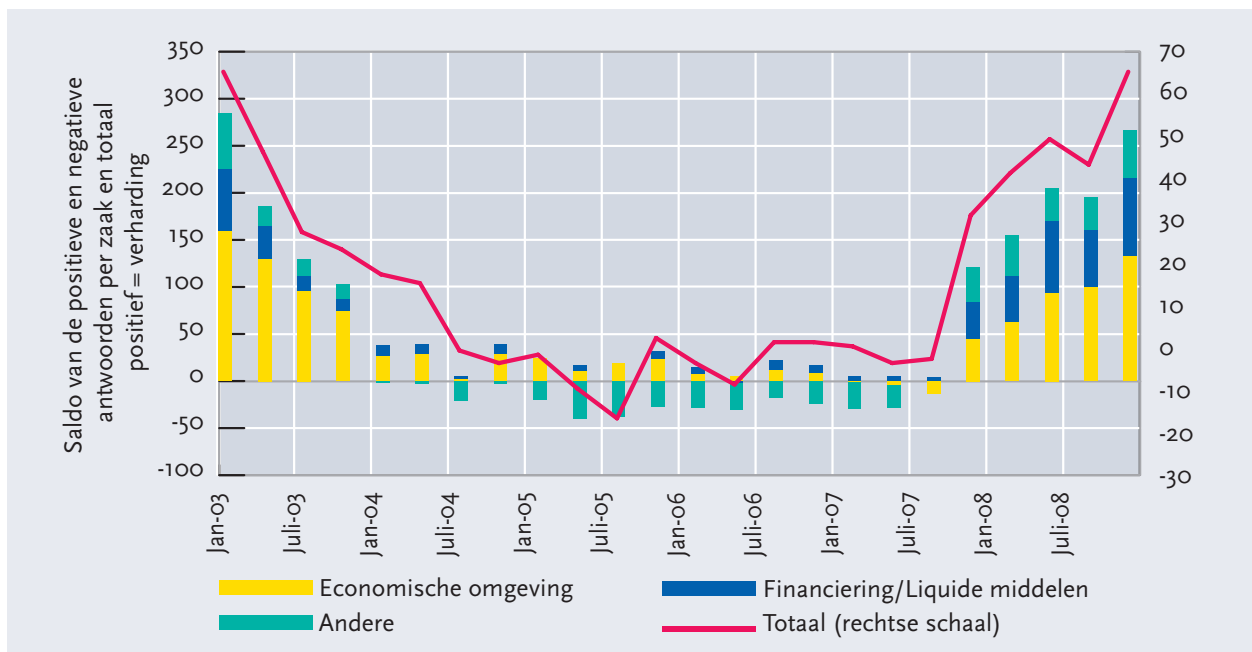
• De economische vooruitzichten gaan erop achteruit

Dit gunstige scenario lijkt nochtans almaar minder waarschijnlijk, in die mate dat de macro-economische situatie op haar beurt ook verslechtert:

- de prijs van de grondstoffen stijgt pijlsnel in de eerste helft van 2008, en dat weegt zwaar voor de industrie;
- de inflatie stijgt, en daardoor kijken we aan tegen hoge interestvoeten;

- het vermogen van de gezinnen wordt ernstig aangetast door de daling van de aandelenmarkten en de vastgoedmarkten, met als gevolg slechte consumptievoorzichten;
- de kredietvoorwaarden worden opnieuw strenger door de financieringsmoeilijkheden die de banken ondervinden en de zware verliezen die ze geleden hebben (Grafiek 20).

GRAFIEK 20: Evolutie van de kredietvoorwaarden voor ondernemingen, Europese banken



Bron: ECB

Die verslechtering van de situatie treft dan op haar beurt meer de financiële instellingen:

- slechtere vooruitzichten voor de niet-financiële instellingen, wat een stijging aankondigt van wanbetalingen met betrekking tot leningen die de banken hebben toegekend;
- uitbreiding van de categorieën activa die dalen in waarde, aangezien de subprimeleningen het

gezelschap krijgen van alle hypotheekleningen, de vorderingen met betrekking tot kredietkaarten, de autoleningen, het commerciële vastgoed, de bedrijfsobligaties;

- blijvend gebrek aan liquide middelen op de markten van gesecuritiseerde schuldvorderingen die verband houden met de hierboven vermelde categorieën.

• De uitdijende crisis veroorzaakt grote faillissementen

Al die factoren vergroten de druk op het bankstelsel. De waardeverliezen die genoteerd worden voor de gesecuritiseerde activa worden in oktober 2008 in totaal op 2,8 triljoen dollar geraamd.

De resultaten van de financiële instellingen worden grotendeels beknot door negatieve vooruitzichten, en hun eigen vermogen is ernstig aangetast. Daardoor neemt het klimaat van economische stagnatie toe, wat de vicieuze cirkel vol maakt en wat het vertrouwen in het financiële systeem weer een nieuwe knauw geeft, aangezien de mensen zich beginnen af te vragen of dat systeem niet in zijn

geheel failliet is. De herhaaldelijke tussenkomsten van de centrale banken om liquide middelen te verschaffen aan de markten beïnvloeden schijnbaar de spanningen op de interbancaire markt niet, en de herhaaldelijke renteverlagingen van de Amerikaanse centrale bank lijken het pessimisme van de economische wereld niet te temperen.

De gebeurtenissen versnellen als tijdens de zomer bekend wordt met welke moeilijkheden de twee grote hypotheekherfinancierders, Freddy Mac et Fanny Mae die gesponsord worden door de regering van de Verenigde Staten, te maken hebben.

• Paniek

Op 7 september zijn deze twee agentschappen onder de controle van hun regelende instantie geplaatst, waardoor de aandeel- en obligatiehouders van die agentschappen zuiver verlies hebben geleden.

Op 15 september wordt de investeringsbank Lehman Brothers failliet verklaard omdat ze zich niet langer kan financieren, wat tot mogelijk aanzienlijke verliezen leidt voor de aandeelhouders, geldschietters en tegenpartijen van de instelling.

Een dag later wordt de verzekeraar AIG, de grootste verzekeraar wereldwijd, erbovenop geholpen en

genationaliseerd door de regering van de Verenigde Staten als blijkt dat AIG zijn verplichtingen niet kan nakomen door de verslechtering van zijn creditnota.

De andere Amerikaanse investeringsbanken zoeken dekking: Merrill Lynch wordt opgekocht door de Bank of America, terwijl Goldman Sachs en Morgan Stanley aankondigen dat ze hun statuut willen aanpassen om handelsbanken te worden die deposito's van klanten kunnen ontvangen.

Dat is de genadeslag voor de interbankenmarkt (grafiek 21).

GRAFIEK 21: Verschil tussen de interbankenrente op drie maanden en het rendement van de staatsobligaties op drie maanden in de VS: "TED spread"



Bron : FED

Alle financiële instellingen wereldwijd worden geconfronteerd met grote problemen om zich te financieren op de interbankenmarkt, en om welk financieringsmiddel (schuld, aandelen) dan ook uit te geven. Het wantrouwen ten opzichte van die instellingen is zodanig intens geworden.

Een overhaaste concentratie van de sector begint, waarbij bepaalde gezondere instellingen de gelegenheid te baat nemen om aan een lage prijs concurrerende bedrijven op te kopen die in grote moeilijkheden verkeren, maar de omvang van de crisis vraagt om gezamenlijke en radicalere oplossingen.

In België wordt Fortis verbannen uit de interbankenmarkt vanaf halverwege 2007 omdat de bank zijn risicoposities te laat had meegedeeld, daarna omdat er een hoog risico was verbonden aan de overname van ABN Amro en ten slotte omdat er almaar meer onzekerheid bestond over de solvabiliteit van Fortis, wat in stand werd gehouden door de chaotische communicatie vanwege het management. Fortis is dus het meest in het nauw gedreven en is de eerste bank die hulp zoekt bij de overheid. De andere grootbanken van het land krijgen ook al gauw overheidssteun, in de vorm van een kapitaalinjectie en garantie voor de leningen (zie kader 4).

KADER 4: Gevolgen voor het financiële systeem in België

De drie grote banken die hun hoofdzetel in België hebben, zijn in verschillende mate getroffen door de crisis. In de drie gevallen heeft de overheid moeten tussenkomen, met redenen en middelen die afhingen van hoezeer de instellingen blootgesteld waren, hoe dringend de problemen waren waarmee ze te kampen hadden en de juridische structuur die de instellingen kenmerkte. In de onderstaande tabel vindt u de voornaamste aspecten terug van deze tussenkomst.

	FORTIS	DEXIA	KBC
Situatie & Blootstelling	<ul style="list-style-type: none"> • Gestructureerde kredietenportefeuille van 50 miljard euro, deels geïnvesteerd in subprime-effecten • Scaldis, een vehikel buiten balans dat op heel korte termijn werd gefinancierd • Aankoop van een deel van ABN Amro voor 24 miljard euro waarvan de financiering niet rond is • Balansstructuur die aanzienlijk steunt op de interbankenmarkt 	<ul style="list-style-type: none"> • Dochteronderneming FSA, een kredietverzekeraar in de Verenigde Staten, een activiteitssector die heel zwaar getroffen is door de crisis • Balans vertoont een aanzienlijk hefboomeffect • Balansstructuur die aanzienlijk steunt op de interbankenmarkt 	<ul style="list-style-type: none"> • Gestructureerde kredietenportefeuille van 10 miljard euro, deels geïnvesteerd in subprime-effecten • Aanzienlijke activiteiten in Oost-Europa
Problemen	<p>Erge vertrouwenscrisis door de gevolgen van de situatie en de blootstellingen aan de crisis: onmogelijk om zich te herfinancieren op de interbankenmarkt (behoefte aan tientallen miljarden euro's per dag), waarschijnlijk verergerd door het sterk competitief gedrag van de concurrentie, waardoor Fortis dringend nood heeft aan liquiditeiten en het eigen vermogen moet verhogen om de markt gerust te stellen. In beide gevallen weigeren de private investeerders om in Fortis te beleggen.</p>	<p>Vertrouwenscrisis door de onzekerheid over de middelen die in FSA gepompt moeten worden om het bedrijf gaande te houden. Moeilijke financiering op de interbankenmarkt, wat nog verslechtert na de uitbarsting van de Fortiszaak. Dexia heeft een sterke behoefte aan liquiditeiten en kapitaal, die moeilijk te verkrijgen zijn op de markten onder de huidige voorwaarden.</p>	<p>Gunstige situatie ten opzichte van de andere instellingen, maar twijfels over de totale impact van de gestructureerde kredietenportefeuille en over de gevolgen van de sterke economische vertraging in Oost-Europa. KBC lijkt niet te kampen met liquiditeitsproblemen, en zou zijn eigen vermogen moeten verhogen om de ongerustheid de kop in te drukken, op een moment dat de banksector te lijden heeft onder een speculatieve aanval.</p>
Acties	<p>Het geval van Fortis is des te complexer omdat het gaat om een groep met een dubbele holdingstructuur, en ook door het grensoverschrijdende karakter ervan. Om het vertrouwen in de instelling te herstellen op de interbankenmarkt nemen de Belgische, Luxemburgse en Nederlandse overheid op 27 september een participatie van 49 % in de banktak van Fortis, om zo de markt gerust te stellen inzake de soliditeit van het bedrijf en zo de interbancaire financiering opnieuw te activeren. De BNB zorgt ervoor dat de liquiditeit van Fortis behouden blijft. Op 2 oktober besluit de Nederlandse regering om alle activiteiten op Nederlands grondgebied voor 100 % te nationaliseren. Naar aanleiding daarvan moeten België en Luxemburg hun plannen herzien. Om de continuïteit van de verrichtingen te waarborgen, wordt een overnemer gezocht voor de Belgische bankentiteit. ING biedt één symbolische euro voor de hele groep, BNP Paribas brengt een eerste bod uit van enkele euro's per aandeel, onder voorwaarden. Bij gebrek aan andere kandidaten wordt met BNP Paribas onderhandeld en wordt de overdracht van de bankentiteit en de verzekeringsactiviteiten afgesloten.</p>	<p>Dexia bevindt zich in dezelfde grensoverschrijdende situatie als Fortis. Op 30 september haalt Dexia middelen op bij de Belgische, Franse en Luxemburgse regering, alsook bij andere bestaande – publieke en private – aandeelhouders. De aandeelhoudersstructuur van Dexia¹⁵ is een relatief voordeel in deze omstandigheden, aangezien de aandeelhouders over het algemeen meer te verliezen hebben bij een faillissement van de instelling dan enkel het bedrag dat ze geïnvesteerd hebben. Dexia kampt met aanhoudende liquiditeitsproblemen, en daarom beslissen de drie regeringen op 9 oktober om een jaar lang borg te staan voor de interbancaire leningen en de uitgifte van obligaties vanwege Dexia. Deze maatregel zal uitgebreid worden naar de andere banken (het gaat om een facultatieve waarborg, die betaald dient te worden).</p>	<p>KBC is een Belgisch bedrijf, wat het makkelijker maakt om beslissingen te nemen. In het geval van de KBC heeft de concurrentiesituatie mogelijks een rol gespeeld in de beslissing om een beroep te doen op overheidsmiddelen. Er gelden immers dergelijke marktvoorwaarden dat het kapitaal dat de regering aandraagt "goedkoper" lijkt dan wat KBC van private investeerders kan krijgen, en er geen beroep op doen zou voor de instelling een concurrentieel nadeel met zich mee kunnen brengen. Een voorwaarde voor de toekenning van middelen door de Belgische staat is de benoeming van twee beheerders van de staat in de ondernemingsraad</p>

¹⁵ In tegenstelling tot de Fortisgroep heeft Dexia referentieaandeelhouders die duidelijk geïdentificeerd zijn (Arco, CDC, Gemeentelijke Holding, ...) en die voor stabiliteit zorgen in crisistijden. Overigens hebben enkelen van hen een belang in het bedrijf bovenop hun kapitaalparticipatie. Dexia speelt een sleutelrol bij de financiering van de lokale besturen die aandeelhouders zijn van de Gemeentelijke Holding. De stabiliteit en continuïteit van Dexia verzekeren is voor die spelers van belang, hun aandelen buiten beschouwing gelaten.

We moeten ook kort het geval van de verzekeraar Ethias Leven bespreken. Ethias Leven biedt een “verzekeringsrekening” (First-rekening) aan, die eigenschappen van liquiditeit vertoont (op elk moment geld afhalen zonder kosten) en van rendement (link met de aandelenmarkten en andere financiële markten die een hoger rendement mogelijk maken dan obligaties zonder risico) en daarbij het geïnvesteerde kapitaal waarborgt. De manier waarop dit product werkt blijkt onhoudbaar in een crisis als die van nu, omdat het aspecten van liquiditeit (verlies van vertrouwen van de spaarders) combineert met de val van de markten. Zo heeft het waardeverlies van de activa waarin de reserves van deze producten zijn geïnvesteerd aanzienlijke latente minderwaarden tot gevolg, en ook verliezen naar aanleiding van geld dat de verzekerden afhalen. In deze omstandigheden is het eigen vermogen van Ethias Leven onrustwekkend gedaald ten opzichte van de reglementaire vereisten, en er is beslist om een beroep te doen op de overheid om de herkapitalisatie van het bedrijf te vergemakkelijken. Een verzekeraar als Ethias Leven kent niet dezelfde liquiditeitsproblemen als een bank, het gaat hier meer om voorzorgsmaatregelen met betrekking tot de solvabiliteit.

In de Verenigde Staten stelt de staatssecretaris van de schatkist, Henry Paulson, een stabiliseringsplan voor ter waarde van 700 miljard dollar. Het plan, dat verschillende keren aangepast wordt, zal de

stemming in beide kamers maar moeilijk doorstaan, maar wordt uiteindelijk goedgekeurd op 3 oktober. Het zal uiteindelijk omgevormd worden tot een participatie- en kredietgarantieplan.

In Europa is het uiteindelijk de Britse minister van Financiën Gordon Brown die zijn partners van de Eurozone weet te overtuigen om een plan te baseren op twee krachtlijnen: participaties in het kapitaal van de financiële instellingen en staatsgarantie voor de interbankenleningen.

Sindsdien hebben de Europese staten toegezegd om 1 700 miljard euro vrij te maken om het bankstelsel te ondersteunen via de twee middelen die hierboven worden beschreven. Veel staten hebben participaties genomen, soms zelfs een meerderheidsparticipatie, in hun voornaamste financiële instellingen, en de interbankenmarkt ontspant zich langzaam.

Deze crisis, die zijn stempel zal drukken op de geschiedenis van de economie, treft vandaag de dag overduidelijk de reële economie. In alle industrielanden zijn al grootscheepse herstelplannen vastgesteld of in voorbereiding. Tezelfdertijd roepen verschillende politici op tot een wijziging van de financiële spelregels, om een herhaling te vermijden van de fouten die tot deze crisis hebben geleid. Het zou onbezonnen zijn dit vraagstuk uit de weg te gaan.

3.2 Vooruitzichten

Sinds het begin in 2006 heeft de financiële crisis alle onderdelen van de economische activiteit ruimschoots aangetast. De mogelijke gevolgen zijn talrijk en de draagwijdte ervan zou groot kunnen zijn. Nochtans is het moeilijk om een kwantitatieve schatting ervan voor te stellen in de huidige context, vol onzekerheden op zowel macro-economisch als politiek vlak (hoe zullen de heractiveringsplannen eruit zien?). Toch kunnen we kwalitatief enkele gevolgen melden die we kunnen verwachten.

- Rentevoeten: de rentevoeten op korte termijn zouden laag moeten blijven (monetaire heropleving), maar de rentevoeten op lange termijn zouden de daling wel eens niet kunnen volgen. Die situatie zou eerder positief zijn voor de banken en de andere financiële instellingen, maar negatief voor de investeringen van de bedrijven. Het zal de economische heropleving afremmen en het reboundeffect afzwakken.
- Op de financiële markten wordt de discipline weer aangeschroefd. Dat zorgt ervoor dat er gevoelig minder leningen worden toegekend aan particulieren en bedrijven, omdat de financieringsmiddelen en de securitisatiemogelijkheden uitgeput zijn. De deelname van de staten in het kapitaal van talrijke banken zou dit effect lichtjes kunnen verzachten.
- Overigens zullen de verschillende aandelenmarkten het lang moeilijk krijgen om opnieuw recordniveaus te halen, aangezien de institutionele kopers afhaken. De gezinnen zullen er lang over doen om hun vermogen weer op peil te brengen, en dat zal de consumptie gedurende een zekere tijd negatief beïnvloeden.
- Een langdurige onstabiele situatie voor de nieuwe industrielanden en de groeielanden, door de massieve ontmanteling van de koppelingen in het financiële systeem, door de reparatie van de kapitalen en door spanningen op de valutamarkten. Dit alles wordt nog versterkt door de daling van de vraag naar zowel grondstoffen als fabrikaten vanwege de

westerse economieën. De exportmarkten voor de westerse economieën zullen dus over het geheel genomen stagneren of achteruitgaan.

- Het vertrouwen is blijvend aangetast. Alle indicatoren wijzen erop dat de economische subjecten (bedrijven, gezinnen) pessimistisch zijn over de verwachte economische situatie in de nabije toekomst en ook over het financiële systeem en de financiële markten in het algemeen. Dit zou de stijging van de rentevoeten op lange termijn moeten beperken in de staten die als betrouwbaar worden beschouwd (grote vraag naar staatsleningen), maar het zou de financierings- en kapitaalsbronnen nog meer opdrogen voor bedrijven en bankinstellingen, en zelfs voor staten die als zwakker worden beschouwd.
- Een veralgemeende stagnatie op de vastgoedmarkten: schaarste aan leningen, dalende beschikbare inkomsten, gedwongen verkopen en gebrek aan vertrouwen zullen het aantal transacties en de prijzen doen dalen.

Meer in het bijzonder wat Brussel betreft:

- Het Gewest heeft de voorbije jaren zijn economische dynamisme voor een groot deel uit de financiële sector gehaald. We kijken aan tegen een krachtige daling van de globale groei van de toegevoegde waarde gedurende meerdere kwartalen. We kunnen een stagnatie verwachten van de toegevoegde waarde in 2008, en een achteruitgang in 2009. Het valt niet uit te sluiten dat een zeker aantal banen zullen sneuvelen in de sector naar aanleiding van de herstructurering die aan de gang is bij grote firma's. Ter nadere informatie: de toegevoegde waarde van de financiële diensten in Brussel is met meer dan 9 % gedaald na de vorige financiële crisis in 2003. Gezien de historische omvang van de huidige crisis mogen we vrezzen voor een nog abruptere daling.
- Gezien de vertrouwenscrisis en de recessie zullen andere sectoren die belangrijk zijn voor de Brusselse economie, zoals de horeca en het toerisme, te lijden hebben onder de conjunc-

tuur, net zoals de dienstverlening aan bedrijven dreigt te vertragen aangezien de wereldwijde activiteit afneemt. Het Gewest is over het algemeen meer afhankelijk van het buitenland dan de andere gewesten. In 2006 kwam 63 % van de omzet van de Brusselse bedrijven uit de export, tegenover 55 % voor heel België. In Brussel zal de activiteit dus meer vertragen.

- De kredietrestricties zullen vooral de kmo's treffen, die meer afhankelijk zijn van de banken voor hun financiering, en specifiek die bedrijven die bij de banken moeten aankloppen voor hun werkkapitaal. Als ze geen financiering vinden, kunnen veel solvabele bedrijven zich in staat van staking van betaling bevinden. In het Brussels Hoofdstedelijk Gewest zijn veel grote bedrijven gevestigd (0,4 % van de Brusselse bedrijven tellen meer dan 200 werknemers, in heel België is dat gemiddeld 0,2 %), wat in deze omstandigheden een voordeel is. Maar het Brussels Hoofdstedelijk Gewest telt verhoudingsgewijs ook iets meer bedrijven met minder dan 50 werknemers dan heel België, vooral in de handel en de financiële activiteiten. De meest recente faillissementscijfers vertonen een toename in het Gewest, waar de handel bijzonder sterk getroffen is.
- Globaal gezien, als we opnieuw verwijzen naar het jaar 2003, waarin het gewestelijke BBP stagneerde, lijkt het realistisch om een afname van het BBP te voorspellen voor 2009, rekening houdend met de omvang van de crisis.
- De drooglegging van de vastgoedmarkt zal het begrotingsvermogen van het Gewest flink doen afnemen, want een aanzienlijk deel van de inkomsten van het Gewest komt uit de gewestelijke belastingen met betrekking tot de vastgoedsector (registratierechten). Op deze markt zal de evolutie van de prijzen, die lichtjes dalen sinds halverwege 2006, niet rampzalig zijn gezien de gematigde evolutie van de prijzen in vergelijking met andere grote hoofdsteden. Het aantal transacties daarentegen zou in 2009 sterk naar beneden bijgesteld worden, enerzijds doordat de kredietvoorwaarden strenger zijn geworden en anderzijds door een voorspelbare afwachtende houding

van de spelers op de markt in een onzekere periode. Hier moeten we het feit benadrukken dat de Brusselse markt geen enkele van de eigenschappen deelt van de grote Amerikaanse steden die de kern vormen van de subprimecrisis.

- De werkgelegenheid in het Gewest zou over het geheel genomen beter bestand kunnen zijn tegen de crisis dan elders. Toch zullen de horecasector en de diensten aan particulieren eronder lijden, zoals de eerste faillissementscijfers kunnen getuigen. Het lijkt ook onvermijdelijk dat bij de komende herstructureringen in de grote bankgroepen een zeker aantal banen in de sector zullen sneuvelen in Brussel. Ingeval de overname van Fortis Bank door BNP Paribas doorgaat, valt meer bepaald te verwachten dat bepaalde activiteiten van Fortis samengevoegd zullen worden met die van BNP Paribas en bijgevolg verplaatst zullen worden naar Parijs of Londen, met als gevolg het verlies van een groot aantal geschoolde arbeidsplaatsen in Brussel. Nochtans moeten we niet ten onrechte die mogelijkheid vergelijken met de gevolgen van andere fusies of bankovernames in het verleden. In dit geval heeft BNP Paribas geen kantorennet in België, dus de overname van Fortis Bank zou zich vanuit dit standpunt niet mogen vertalen in massale ontslagen van laaggeschoold personeel. Globaal gezien zouden de eigenschappen van Brussel (weinig industrie, veel instellingen, veel grote bedrijven) als beschermende factoren moeten fungeren voor het aantal arbeidsplaatsen in het Gewest. Toch kunnen we verwachten dat het werkloosheidscijfer bij de inwoners zal stijgen, aangezien de Brusselaars meer blootgesteld zijn aan de inkrimping van het aantal banen voor laaggeschoolde werkkrachten, die veelal weinig toekomstperspectief bieden, en die over het algemeen erger getroffen worden dan banen voor geschoolde werkkrachten. Dit wordt bevestigd door de bruske daling van het aantal interimbanen in de industrie in september – vaak ongeschoold werk – terwijl interimbanen in de dienstensector momenteel meer weerstand bieden.