



Rabobank

Banken kunnen verliezen dragen

Banken schreven wereldwijd tot nu toe bijna \$380 miljard af als gevolg van de kredietcrisis. Het totale Tier-1 kapitaal¹ van de gezamenlijke Europese en Amerikaanse banken wordt geschat op ongeveer \$2.000 miljard. Verliezen in deze orde van grootte, kunnen dan ook goed worden gedragen door het financiële systeem als geheel.² Wel verwachten wij dat zowel de Amerikaanse als, zij het in mindere mate, de Europese economie in 2008 hinder zal ondergaan van de crisis.

Hoe het begon

Bij het verschijnen van de derde kwartaalcijfers vorig jaar werden de eerste contouren van de gevolgen van de crisis op de Amerikaanse hypotheekmarkt voor banken zichtbaar. Wie dacht dat de bodem in zicht was na forse afschrijvingen in het derde en vierde kwartaal van vorig jaar kwam bedrogen uit. Ook in het eerste kwartaal van 2008 schreven banken opnieuw tientallen miljarden af. Bovendien moeten veel Europese banken hun resultaten over het eerste kwartaal van dit jaar nog bekendmaken. Het totaal van de afschrijvingen en voorzieningen als gevolg van de hypotheekcrisis zal dus waarschijnlijk nog oplopen. De aanleiding voor de kredietcrisis moet worden gezocht in de Amerikaanse markt voor zogenaamde *subprime*-hypotheekleningen: leningen met een hoog risico vanwege de slechte kredietwaardigheid van de leningnemer. In de VS is voor ongeveer \$1 biljoen

(\$1.000 miljard) aan subprime-hypotheekleningen afgesloten.³ Ongeveer de helft daarvan betreft hypotheekleningen met een variabele rente. De rente is in de eerste jaren vaak extra laag, de zogenaamde *teaser rate* of lokrente. Eind 2007 is voor veel Amerikaanse huizenbezitters de verlaagde renteperiode verlopen. Omdat in de tussenliggende periode de rente flink is gestegen, kan dat leiden tot een nieuwe golf van wanbetalers. Bovendien bestaat er ook nog een pool van zogenaamde Alt-A leningen. Die leningen hebben weliswaar een beter kredietprofiel dan de subprime-leningen, maar dit ligt nog altijd onder *prime*-niveau. Ook in dit segment zouden de betalingsproblemen kunnen toenemen, zeker nu de Amerikaanse economie in een recessie lijkt te zijn beland. De problemen op de Amerikaanse huizenmarkt zijn dus nog niet voorbij.

Figuur 1: Top 10 van afschrijvingen



Bron: Bloomberg

Wie heeft de zwartepiet?

Een belangrijke financiële innovatie van de vorige eeuw betrof de mogelijkheid om hypotheekleningen te 'verpakken' en door te verkopen op de kapitaalmarkt. Banken hebben in de afgelopen jaren veelvuldig gebruik gemaakt van zogenaamde *special purpose vehicles* (SPV's). Door activa (of het risico op die activa) onder te brengen in een SPV kunnen de banken het risicoprofiel van hun balans (optisch) verbeteren. Het SPV geeft vervolgens nieuwe effecten

¹ Het Tier-1 kapitaal is het meest zekere kapitaal, dus het kernkapitaal van de bank. Daarnaast beschikken banken ook nog over Tier-2 en Tier-3 kapitaal als aanvullend vermogen van een lagere kwaliteit. Met deze vermogensbestanddelen kan de bank minder risico's opvangen dan met het Tier-1 kapitaal. Ze tellen daarom minder zwaar mee in de beoordeling van de financiële positie van de bank.
² Wel moet rekening worden gehouden met de kapitaal-eisen van de toezichhouder. Die verplicht banken om 8 procent van de totale kredietportefeuille aan te houden als buffervermogen. Zodra het kapitaal van een bank deze 8%-eis nadert, dan gaan de verliezen mogelijk ten koste van de kredietverlening.

³ *Financial Market Trends*, OECD, N°. 93, Vol. 2007/2

uit met de betreffende activa als onderpand. Niet verhandelbare activa (hypotheeken, leningen, deposito's) zijn zo verhandelbare effecten geworden. Dit proces wordt securitisatie genoemd.⁴ Het zijn veelal hypotheeken die op deze manier van de balans worden gehaald.⁵ De overdracht van kredietrisico's kan leiden tot een betere risicospreiding, maar zorgt tegelijkertijd voor veel onzekerheid omdat onduidelijk is wie die pakketjes met hypotheekleningen bezit. Het gaat dan met name om de pakketjes van 'slechte' leningen. Door die onzekerheid ontstaat wantrouwen tussen banken over elkaars kredietwaardigheid, waardoor er nauwelijks nog onderling geld wordt uitgeleend. De centrale banken moesten daardoor meer dan eens ingrijpen om de nodige liquiditeit te verschaffen (zie Themabericht 2007/29 voor een uitgebreide toelichting bij dit optreden door de ECB).

De onrust die hierdoor ontstond op de financiële markten leidde ook tot een daling in de risicobereidheid van beleggers. Daardoor nam de vraag naar risicovolle beleggingen af en kwamen de markten voor zulke beleggingen onder druk te staan. Het betreft veelal complexe financiële producten zoals *asset-backed securities* (ABS) – obligaties met als onderpand een verzameling gebundelde leningen – uitgegeven door de hierboven genoemde SPV's en afgeleide instrumenten. Doordat de liquiditeit in de markt voor zulke gestructureerde producten opdroogt als gevolg van de kredietcrisis, kunnen de SPV's in de financiële problemen komen. Dat geldt met name voor de zogenaamde *structured investment vehicles* (SIV's) – een SPV dat gebruik maakt van een grote schuldhefboom (*leverage*). SIV's maken vaak gebruik van kortlopende financiering op de geldmarkt (*commercial paper*) om de langlopende hypotheekobligaties mee te financie-

ren. De bereidheid onder beleggers om te investeren in het kortlopende schuldpapier is echter fors afgenomen uit angst voor de mogelijke subprime-exposures. Er is dan ook nauwelijks nog een markt voor deze SIV's. De *Financial Times* schrijft dat de sector al zo'n \$150 miljard van zijn waarde heeft verloren, terwijl die op het hoogtepunt nog meer dan \$400 miljard bedroeg.⁶

Ook zijn beleggers minder bereid om te investeren in zogenoemde *leveraged buyouts*, waarbij bedrijven worden overgenomen met geleend geld. Bovendien hebben banken hun kredietvoorwaarden aangescherpt.⁷ Deze effecten zijn minder makkelijk in geld uit te drukken, maar hebben zeker gevolgen voor het functioneren van de reële economie.

Het verhandelen van kredietrisico's heeft in de afgelopen jaren een enorme vlucht genomen. Alleen al in de VS is volgens de OESO tot juni 2007 voor \$4.200 miljard aan ABS uitgegeven. De waarde van die producten komt onder druk te staan nu verliezen worden geleden op de onderliggende activa als direct of indirect gevolg van de subprime-crisis. Miljardenafschrijvingen zijn daarvan het gevolg. Bovendien bestaat de angst dat de problemen in het subprime-segment zich uitbreiden naar andere financiële producten zoals creditcards en auto-leningen. Een groeivertraging in de VS kan leiden tot toenemende betalingsachterstanden. Volgens het IMF kan het verlies dat samenhangt met subprime-beleggingen oplopen tot \$565 miljard.⁸ Dat bedrag kan volgens het IMF stijgen tot \$945 miljard als ook verliezen op andere leningen en daaraan gerelateerde beleggingen worden meegenomen, zoals creditcardleningen en bedrijfsleningen.

Na de banken worden nu ook de zogenaamde obligatieverzekeraars getroffen door de crisis op de financiële markten. Het Amerikaanse

⁴ Zie ook het Themabericht 'Tweedehands hypotheeken: securitisatie' (2008/12) over de praktijk en het nut van securitisatie.

⁵ In 2007 bestond de balans van spv's in Nederland voor 54% uit gesecuritiseerde hypotheeken (zie www.dnb.nl).

⁶ *Out of the shadows: How banking's secret system broke down*, *Financial Times*, 17 december 2007, p. 7

⁷ *The euro area bank lending survey*, ECB, januari 2008

⁸ *Global Financial Stability Report*, IMF, april 2008

MBIA moest vorig jaar door de crisis ruim \$3,7 miljard afschrijven op de beleggingsportefeuille. Branchegenoot Ambac schreef in het eerste kwartaal van dit jaar een bedrag af van ruim \$2,7 miljard. Een verlaging van de kredietwaardigheid van de kredietverzekeraars kan leiden tot nieuwe afschrijvingen bij banken die hun papier bij de getroffen partijen hebben verzekerd.⁹

Overigens is het niet zeker dat alle verliezen die nu worden afgeboekt via de verlies- en winstrekening blijvend zijn. De verliezen zijn het gevolg van de boekhoudkundige verplichting om beleggingen tegen marktwaarde op de balans op te nemen. Die waarde staat nu onder druk. Houden de banken de waardepapieren echter tot het einde van de looptijd vast en doen zich in de tussentijd geen problemen voor bij de activa die dienen als onderpand, dan zal de verlies- en winstrekening op dat moment weer met hetzelfde bedrag worden verhoogd. Een deel van de afwaarderingen loopt bovendien mogelijk via het eigen vermogen. Dat geldt met name voor Europese banken. Die afwaarderingen zijn minder zichtbaar, omdat ze niet direct leiden tot een verlaging van de winst.

Miljardenverliezen bij banken

Niet alleen Amerikaanse banken werden geraakt. Europese banken kondigden forse verliezen aan en ook Chinese banken bleven niet buiten schot. Tabel 1 geeft een overzicht van de verliezen die de banken tot nu toe namen als gevolg van de subprime-crisis. Grootste verliezer is de Amerikaanse grootbank Citigroup (figuur 1). De bank moest bijna \$43 (€29) miljard afschrijven. In Europa voert de Zwitserse bank UBS de lijst van verliezers aan met afschrijvingen van ruim \$38 (€26) miljard. De Nederlandse banken hadden relatief weinig last van de crisis op de financiële markten, zo blijkt uit de resultaten.

⁹ Fitch Ratings verlaagde in april van dit jaar de kredietbeoordeling van de verzekeringsactiviteiten van MBIA van AAA naar AA.

Tabel 1: Afschrijvingen en voorzieningen

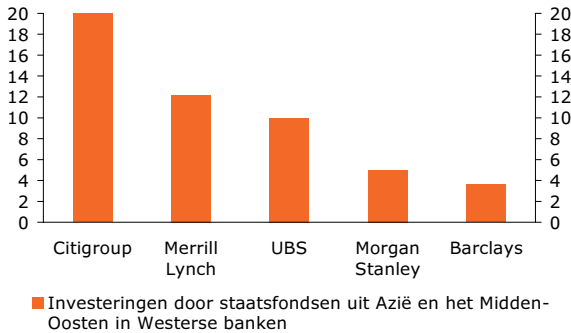
\$ mrd	
Noord-Amerika	162,5
Citigroup	42,9
Merrill Lynch	37,0
Bank of America	14,9
Morgan Stanley	12,6
JPMorgan Chase	9,7
Washington Mutual	9,1
Wachovia	7,0
Canadian Imperial (CIBC)	4,2
E*Trade	3,4
Wells Fargo	3,3
Lehman Brothers	3,3
Bear Stearns	3,2
National City	3,1
Goldman Sachs	3,0
Royal Bank of Canada	1,7
Overige	4,1
Europa	197,1
UBS	38,2
HSBC	19,5
IKB Deutsche Industriebank	16,0
Royal Bank of Scotland	15,2
Credit Suisse	9,5
Crédit Agricole	8,3
Deutsche Bank	7,7
HBOS	6,9
BayernLB	6,7
Fortis	6,6
Société Générale	6,3
ING Groep	6,0
Barclays	5,2
WestLB	4,8
LB Baden-Württemberg	4,0
Dresdner	3,4
Natixis	3,4
BNP Paribas	2,7
Lloyds TSB	2,7
HSH Nordbank	2,5
ABN AMRO	2,4
Commerzbank	1,9
UniCredit	1,6
DZ Bank	1,5
Alliance & Leicester	1,4
Dexia	1,3
Caisse d'Epargne	1,2
Hypo Real Estate	1,0
Overige (inclusief Rabobank)	9,2
Azië	19,5
Mizuho Financial Group	6,2
Nomura Holdings	2,5
Bank of China	2,0
Gulf International	1,0
Overige	7,8
Totaal	379,1

Bron: Bloomberg

Niet alle banken worden echter even hard geraakt door de gevolgen van de hypotheekcrisis. De Duitse bank IKB, het Britse Northern Rock en de Amerikaanse zakenbank Bear Stearns konden de crisis niet op eigen kracht het hoofd bieden. IKB kreeg steun van eigenaar en staatsbank KfW en een aantal andere banken. Northern Rock werd genationaliseerd nadat het in financieringsproblemen was

gekomen. De investeringsbank Bear Stearns werd – met steun van de Fed – overgenomen door collegabank JPMorgan Chase.

Figuur 2: Sponsors uit Azië en het Midden-Oosten



Bron: NRC Handelsblad, Het Financieele Dagblad en diverse andere bronnen

Kapitaalinjecties

Wat een aantal van deze banken – behalve de miljardenafschrijvingen – gemeen hebben is dat ze hulp kregen van staatsfondsen uit Azië en het Midden-Oosten om de balans weer op orde te krijgen. De banken verkochten samen voor zo'n \$50 miljard aan belangen aan staatsfondsen uit onder meer China, Singapore en Koeweit. De belangen van de investeerders lopen op tot bijna 10%. Toch zeggen de staatsfondsen geen actieve rol te willen spelen in het beleid van de bank. Dat is anders bij banken en verzekeraars uit die landen die de westerse markt opgaan. De Chinese verzekeraar Ping An kocht eind vorig jaar een belang van 4,2% in Fortis, dat de Nederlandse activiteiten van ABN AMRO overneemt in de onlangs gesloten overnamedeal. De Chinese verzekeraar hoopt zo een voet tussen de deur te krijgen in de westerse markt. Fortis hoopt hetzelfde te bereiken in China. De investeerders profiteren van het feit dat de koersen van Amerikaanse en Europese banken in de afgelopen maanden zijn gedaald als gevolg van de hypotheekcrisis. Banken die veel moesten afschrijven kunnen het kapitaal waarover de fondsen beschikken bovendien goed gebruiken. Ook private investeerders hebben in de laatste weken flink in de buidel getast om banken van nieuw kapitaal te voorzien. Bovendien zijn de

centrale banken de banken in de afgelopen maanden verschillende keren te hulp geschooten met oude en nieuwe instrumenten in een poging het onderlinge vertrouwen te herstellen.

Conclusie

Wat begon als een probleem op de Amerikaanse huizenmarkt is inmiddels uitgegroeid tot een wereldwijde financiële crisis. Banken in alle werelddelen leden forse verliezen als gevolg van de subprime-crisis. Door de crisis op de Amerikaanse hypotheekmarkt zagen de banken de waarde van hun beleggingen in risicovolle Amerikaanse hypotheekobligaties als sneeuw voor de zon wegsmelten. Gezien de kapitaalbuffers van het financiële systeem als geheel moeten de kosten van de hypotheekcrisis goed op te vangen zijn. Zeker nadat vers kapitaal kon worden aangetrokken. De angst bestaat echter dat de crisis zich zal uitbreiden naar andere financiële producten. Bovendien moesten na de banken ook obligatieverzekeraars miljarden afschrijven op hun beleggingsportefeuilles. Voor individuele banken leidde de hypotheekcrisis in de VS sinds het uitbreken van de crisis in de zomer van vorig jaar tot grote verliezen. Nederlandse banken hebben ondanks de onrust op de financiële markten goede resultaten geboekt. Zij zijn nauwelijks blootgesteld aan de risicovolle Amerikaanse hypotheek. Bovendien kent de Nederlandse hypotheekmarkt geen subprime-segment zoals in Amerika. In Nederland heeft een heel kleine groep aanbieders zich gericht op het segment voor hypotheek 'met een smetje'. Zij richtten zich op huishoudens zonder stabiel inkomen of met een ongunstige BKR-registratie. Voorbeelden zijn Elq (Lehman) en Sparck (Citigroup). Het marktaandeel van deze partijen gezamenlijk bedraagt echter minder dan 1 procent van de nieuwe hypotheek in 2007.

juni 2008

Anke Struijs (030 - 2165166)

A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl