

**Rabobank**

DNB: Kredietcrisis strekt tot lering

In het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS) bespreekt De Nederlandsche Bank (DNB) elk halfjaar de risico's voor de financiële stabiliteit in Nederland. In vorige edities van het OFS waarschuwde DNB al voor een schoksgewijze omslag in de risicotolerantie van marktpartijen. Die is nu werkelijkheid geworden. Banken ondervinden veel hinder van de crisis. Toch is er volgens DNB iets heilzaams aan de huidige marktcorrecties, omdat ze – op zijn minst tijdelijk – bijdragen aan een groter risicobewustzijn bij marktpartijen omdat risico weer een prijs heeft. Ook Nederlandse financiële instellingen moeten volgens DNB de juiste lessen trekken op het vlak van risicobeheer. In dit Themabericht geven we een commentaar op het OFS van maart 2008 en gaan wij in op de beleidsmaatregelen die marktpartijen en de overheid nu kunnen nemen. Het is nu primair aan financiële instellingen en andere marktpartijen om harde lessen uit de crisis te trekken. Een reflex in de vorm van aanvullende regelgeving achten wij echter contraproductief.

Verstrekken-verpakken-verkopen

Hoewel de huidige crisis op de financiële markten veel overeenkomsten vertoont met andere crises uit het verleden ziet DNB ook een duidelijk verschil. De huidige problemen worden volgens DNB meer dan voorheen veroorzaakt door de complexiteit en intransparantie van risicoposities. Ook zijn de uitstralingseffecten ervan breder: zelfs kernmarkten van het financiële systeem – zoals de interbancaire geldmarkt – zijn geraakt.

Banken hebben in de afgelopen jaren steeds meer kredietrisico's doorgeplaatst naar de kapitaalmarkten.¹ Doordat de kredietrisico's op die manier verhandelbaar zijn geworden, kunnen ze efficiënter over het systeem worden verspreid, maar is er tegelijkertijd onzekerheid

ontstaan over waar de risico's zich bevinden door een gebrek aan transparantie. Die onzekerheid speelt een belangrijke rol in de huidige turbulentie op de financiële markten. Verstrekken-verpakken-verkopen is de vertaling die DNB kiest voor het zogenaamde *originate-to-distribute*-model waarmee het proces van securitisatie wel wordt aangeduid. Banken halen verstrekte leningen van hun balans af door ze te bundelen en via zogenaamde *special purpose vehicles* (SPV) door te verkopen aan geïnteresseerde marktpartijen. De overdracht van uitstaande leningen is in de laatste jaren sterk toegenomen.² Daarmee zijn banken ook steeds afhankelijker geworden van goed functionerende kredietmarkten. Deze kwetsbaarheid leidde in de tweede helft van vorig jaar tot financieringsproblemen bij banken. Door de problemen op de Amerikaanse *subprime*-hypotheekmarkt is onzekerheid ontstaan over de waardering van op *subprime*-hypotheekleningen gebaseerde, gestructureerde kredietproducten. De problemen breidden zich vervolgens als een olievlek uit over het financiële systeem, zo schrijft DNB in het OFS.

Door de sterke opkomst van het *originate-to-distribute*-model is ook het aantal juridische entiteiten dat deze transacties moest faciliteren fors gegroeid. Echter, nu 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 (*asset-backed commercial paper* of ABCP) om de langlopende hypotheekobligaties mee te financieren. De bereidheid onder beleggers om te investeren in het kortlopende

¹ Zie het Themabericht 'Tweedehands hypotheeken: securitisatie' (2008/12) voor een uitgebreide omschrijving van deze securitisatie-activiteiten.

² *Overdracht van kredietrisico's in goede en in slechte tijden*, DNB Kwartaalbericht september 2007

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.³ Omdat deze instellingen meestal niet rechtstreeks onder toezicht staan, worden zij in de media ook wel omschreven als het 'schaduwbankensysteem'. Door de stagnerende vraag naar ABCP moesten banken in de afgelopen maanden dan ook inspringen voor de herfinanciering van aflopend schuld papier op grond van door hen verstrekte kredietfaciliteiten. Bij enkele Duitse banken leidde dit tot problemen, vanwege onzekerheden over een mogelijk extra beroep op uitstaande kredietlijnen bij sponsorbanken, zo schrijft DNB. Een aantal banken besloot bovendien om de activa van het beleggingsvehikel zelf op de balans te nemen om zo de financieringskosten te drukken of om reputatieschade te voorkomen.

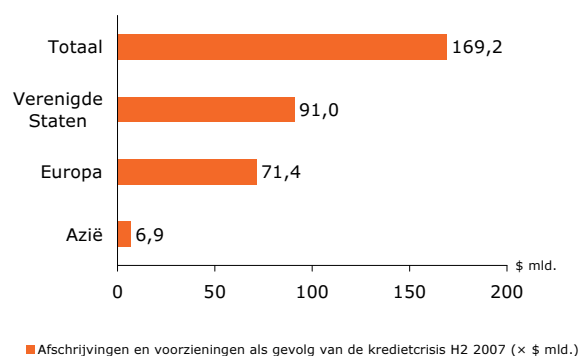
Securitisatie onder Bazel II

Door de 'off-balance-sheet'-status van de beleggingsvehikels onttrokken deze zich aan het bancaire toezicht. Liquiditeitsfaciliteiten die werden afgegeven aan de beleggingsvehikels werden niet meegewogen voor de berekening van het kapitaal dat door de bank als buffer moest worden aangehouden onder Bazel I. Door de kredietrisico's van de balans te halen, kwam er zo dus extra ruimte voor kredietverlening. In internationaal verband zijn onlangs echter nieuwe afspraken gemaakt over de kapitaaleisen voor banken: het zogenaamde Bazel II-akkoord. Onder de nieuwe regels worden liquiditeitsfaciliteiten wél meegewogen bij het bepalen van de kapitaaleis. Bovendien is onder Bazel II de kapitaaleis voor het op de balans nemen van de activa van een beleggingsvehikel lager dan onder de oude regels doordat banken meer mogen differentiëren in

het risicokapitaal dat zij aanhouden tegenover verschillende categorieën kredieten. Volgens DNB zal onder Bazel II daarom een minder sterke prikkel bestaan om relatief goede activa buiten de balans te plaatsen.

De nieuwe regels zijn in de Europese Unie op 1 januari 2008 -ná het uitbreken van de kredietcrisis- volledig van kracht geworden. Onder de nieuwe regels was de crisis waarschijnlijk minder ernstig geweest. Echter, ook Bazel II houdt geen rekening met de hoge risico's die aan subprime-hypotheken zijn verbonden. Net zo min als met de gevolgen voor de stabiliteit van het financiële systeem die nu manifest zijn geworden. Men beraadt zich daarom alweer op voorstellen tot aanpassing van Bazel II.⁴

Figuur 2: Miljardenverliezen banken H2 2007



Bron: Jaarverslagen banken en diverse andere bronnen

Miljardenverliezen

De massale *downgradings* van met onderpand gedekt schuld papier (*collateralized debt obligations*, CDO) zorgden ervoor dat banken in de tweede helft van vorig jaar miljarden moesten afboeken op de waarde van hun beleggingsportefeuilles (figuur 2). Het IMF schat dat het totaal van alle verliezen als gevolg van de hypotheekcrisis in de VS zelfs kan oplopen tot \$945 miljard.⁵ DNB verwacht dat de rapportages van financiële ondernemingen de komende maanden wel eens kunnen blijven tegenvallen. Dat is slecht nieuws voor het onderlinge vertrouwen tussen marktpartijen. DNB

³ *Out of the shadows: How banking's secret system broke down*, Financial Times, 17 december 2007, p. 7

⁴ Zie *Interim Report to the G7 Finance Ministers and Central Bank Governors* van de FSF Working Group on Market and Institutional Resilience, 5 februari 2008

⁵ *Global Financial Stability Report*, IMF, april 2008, p. 10

wijst er bovendien op dat ook andere instellingen, zoals de verzekeringssector en in het bijzonder gespecialiseerde partijen zoals obligatieverzekeraars (zogenaamde monoliners), worden geraakt door de kredietcrisis. Nederlandse financiële ondernemingen hebben volgens DNB de marktturbulenties voorsnog goed doorstaan. Toch ziet zij toenemende signalen dat de marktonrust ook Nederlandse banken raakt. Zo hebben de banken last van een sterke stijging van de risicopremies op *credit default swaps* en dalende aandelenkoersen van financiële ondernemingen. De Rabobank profiteert van haar *Triple A-rating*: van alle Nederlandse banken is de risico-opslag van de Rabobank het minst gestegen. Dat levert een flink concurrentievoordeel op.

Wat zijn de beleidsalternatieven?

Kort samengevat is het grootste probleem van de kredietcrisis een gebrek aan vertrouwen van marktpartijen in elkaars financiële positie, waardoor partijen terughoudend zijn elkaar geld te lenen en met elkaar zaken te doen. Wat kunnen beleidsmakers en bestuurders van financiële instellingen doen om dit vertrouwen weer te herstellen? Is meer regelgeving nodig, beter toezicht of beide? Of moeten instellingen met name zelf de lessen trekken en zullen de markten verder hun werk doen? En welke rol spelen de centrale banken in dit proces?

Opvallend is het optreden van de Amerikaanse centrale bank, de Fed, die met monetair ingrijpen de rust op de financiële markten probeert te herstellen. Een fundamentele vraag is of de Fed met de renteverlagingen de onzekerheid uit de markt kan halen. Het maakt nog steeds niet duidelijk welke financiële instellingen wel en welke niet met een teveel aan probleemstellingen en onderkapitalisatie zitten. Het wrange van de lage rente die de Fed nu rekent is bovendien dat de problemen op de kapitaalmarkten voor een belangrijk deel zijn ontstaan door de te lage rente van een paar jaar geleden. De toenemende mate van hefboomwerking (*leverage*) –volgens DNB een uitvloeisel van de

in de afgelopen jaren opgetreden *search for yield*– en een afgezwakte discipline in het risicobeheer mondden uiteindelijk uit in een fundamentele correctie op de mondiale financiële markten. De reddingsactie van de Amerikaanse zakenbank Bear Stearns trok daarbij recent veel aandacht. De Fed verleende een noodkrediet door tussenkomst van collega-bank JPMorgan Chase, die Bear Stearns kort daarop overnam. De Fed stelde zich garant voor de beleggingen van Bear Stearns tot een bedrag van \$29 miljard.

De crisis heeft daarnaast de aandacht gevestigd op de waardering van activa en de internationale boekhoudregels. Door de onder IFRS verplichte *fair value*-berekeningen hebben banken geen mogelijkheid meer om verliezen als gevolg van marktwaardedalingen over een aantal jaren uit te smeren. De verplichting om activa en passiva volgens *fair value* te waarderen verergert op dit moment dus de ernst van de crisis. Bovendien ontbreekt het in een aantal gevallen aan liquide markten waardoor een goede *fair value*-waardering niet meer mogelijk is. Hiermee is overigens niet gezegd dat het beter is om af te stappen van de *fair value*-benadering. Deze zorgt juist voor een hoge transparantie en is een zo objectief mogelijke waardebeoordeling.

Voorkomen van *moral hazard*

Moral hazard is een ander risico waar niet aan voorbij gegaan mag worden bij de bestrijding van de kredietcrisis. *Moral hazard* bij banken is het willens en weten te veel risico nemen omdat verwacht wordt dat banken vanwege hun centrale positie in het financiële systeem toch wel gered zullen worden als het fout gaat. De crux is nu dus dat banken die het water aan de lippen staat hard genoeg gestraft worden zonder de stabiliteit van het financiële systeem in gevaar te brengen. Dat betekent dat banken die slechte beleggingsportefeuilles hebben hun verlies moeten nemen en moeten proberen op eigen kracht te herkapitaliseren. Daarbij mag niet vergeten worden dat de aandeelhouders

jarenlang hoge rendementen hebben gemaakt door extra risico te nemen. *Moral hazard* kan ook ontstaan als de overheid aandelen neemt in een bank om deze te steunen of deze zelfs nationaliseert, zoals onlangs gebeurde bij de Britse bank Northern Rock. Als het omvallen van een bank te gevaarlijk wordt geacht voor de stabiliteit van het financiële systeem kan de overheid hier voor kiezen. Op kosten van de belastingbetaler.

Toezichthouders, financiële instellingen, *rating agencies*, overheden, iedereen moet nu de lessen trekken uit de crisis en de juiste maatregelen nemen om de gevolgen te beperken. Op de korte termijn is het herstel van vertrouwen het belangrijkste. Het monetaire beleid speelt een belangrijke rol om op korte termijn de rust te herstellen zodat structurele maatregelen genomen kunnen worden. Langzamerhand wordt het bovendien steeds duidelijker waar de slechte leningen zitten en welke banken ondergekapitaliseerd zijn. Die duidelijkheid is een belangrijke voorwaarde voor herstel. Op middellange termijn is echter meer nodig om herhaling te voorkomen. Bijvoorbeeld door in vervolg scherper naar nieuwe financiële innovaties te kijken. Toezichthouders en banken moeten de lat hoger leggen voordat nieuwe constructies goedgekeurd worden.

Achteraf gezien waren er al geluiden over het verdwijnen van een redelijk verband tussen risico en rendement: veel risico's waren ondergewaardeerd. Toch kon die situatie heel lang blijven bestaan. Er werden nieuwe complexe producten ontworpen die het risico beter spreiden en als financiële innovatie nuttig zijn, maar die tegelijkertijd intransparant zijn. Een beter gedragstoezicht in de VS, zoals de AFM dat doet in Nederland, zou dit mogelijk beperkt hebben. In de VS zijn inmiddels voorstellen gedaan voor de hervorming van het financiële toezicht. Behalve beter gedragstoezicht staan daarin meer coördinatie tussen toezichthouders en uitbreiding van hun bevoegdheden centraal. Verder zijn de *rating agencies* en accountants

bij de kredietcrisis niet vrij te pleiten. Zij hebben AAA-ratings gegeven aan papier dat veel minder solide bleek dan op grond van de rating verwacht mocht worden. Bij dit papier is meestal sprake van weinig risicospreiding doordat de onderliggende waarde uit één of enkele categorieën leningen bestaat. Beleggers waren zich er bovendien onvoldoende van bewust dat alleen het kredietrisico door de *rating agencies* wordt beoordeeld en niet het liquiditeitsrisico. Het zijn echter de marktpartijen zelf die de eindverantwoordelijkheid houden: zij hadden nooit blind mogen varen op het oordeel van de ratingbureaus.

Tot besluit

Banken zullen hun verliezen moeten nemen en al dan niet met steun van centrale banken door een periode van sanering heen geholpen worden. Voor sommige banken zal het verlies van zelfstandigheid betekenen en voor anderen alleen een aantal zeer slechte jaren. Moral hazard moet in elk geval voorkomen worden: er mag geen bonus komen te liggen op het nemen van te veel risico. Dat betekent ook dat bestuurders en topmanagers die te veel risico hebben genomen de negatieve consequenties moeten voelen.

Een reflex van meer regelgeving zoals nu in de politiek soms valt te beluisteren lijkt ons niet de juiste weg, omdat het innovatie remt en kosten opdrijft. Het leidt daarnaast tot een afvinkcultuur waarbij risico's eerder worden gemeden dan dat ze verantwoord worden benaderd.

april 2008

Anke Struijs (030 – 2165166)
A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl

Bouke de Vries (030 – 2161195)
Y.B.Vries@rn.rabobank.nl

www.rabobankgroep.nl/kennisbank