

COLUMN KREDIETCRISIS: DE MOEDER ALLER CRISES?

Dat er een kredietcrisis is, zal niemand zijn ontgaan. Maar hoe groot is het probleem? De getallen liggen niet zo maar voor het oprapen. Enig zoekwerk levert de volgende resultaten op. Die zijn aan de ene kant hoopvol en aan de andere kant zorgwekkend. Een ontsnapingsclausule is nodig: geen enkele rechten kunnen door wie dan ook aan de onderstaande getallen worden ontleend, noch kan ik instaan voor de correctheid van alle schattingen. Een opmerking vooraf voor als u zelf gaat surfen: het angelsaksische gebruik van grote getallen is anders dan die in Nederland. Waar de Amerikanen en de Engelsen de volgorde million (6 nullen), billion (9 nullen), trillion (12 nullen) hanteren, gebruiken wij in Nederland miljoen (6 nullen), miljard (9 nullen), biljoen (12 nullen).

De huizenmarkt in de Verenigde Staten heeft een omvang van ongeveer \$ 10,5 biljoen, waarvan naar schatting ongeveer \$ 1,5 biljoen in de vorm van *subprime* hypotheek (de 'rommelhypotheek'), \$ 2,5 biljoen in *Alt-A* (de afkorting voor iets beter dan *subprime*) en \$ 6,5 biljoen *prime* (gewone hypotheek). De *default rates* (oftewel: er wordt niet meer betaald) op deze vormen liggen nu naar schatting respectievelijk tussen de 25-30%, 12-15% en 2-4%. Dit betekent dat er ongeveer voor maximaal \$ 1,1 biljoen aan hypotheek niet meer wordt betaald. Daarmee zijn ze niet direct waardeloos geworden, want ook een *foreclosure* (gedwongen verkoop) levert wat op. Het daadwerkelijke verlies wordt geschat op \$ 500 miljard.

Helaas is dit niet alle schuld die in Amerika voor huishoudens uitstaat. Ook de *car loans* en *credit card* schulden zijn aanzienlijk, ongeveer \$ 2,6 biljoen tezamen. Hiervan wordt geschat dat \$ 50 miljard echt oninbaar zal zijn. Afhankelijk van de ontwikkeling van de Amerikaanse economie kan dit getal aan de lage kant blijken te zijn.

Daarnaast staat er ook nog voor \$ 3,4 biljoen aan schulden voor de financiering van commercieel onroerend goed uit. Daarbij wordt een verlies geschat van \$ 180 miljard. Ook hier geldt de opmerking hierboven.

In totaal dus een geschat verlies van ruim \$ 700 miljard. Hoe de situatie in Europa is, valt moeilijk in te schatten. Amerikaanse financiële instellingen (banken) hebben al voor ongeveer \$ 500 miljard aan verliezen afgeboekt. In Europa ligt dat getal tegen de \$ 200 miljard. Ook hebben banken wereldwijd (vooral Amerika en Europa) ongeveer \$ 700 miljard aan nieuw kapitaal binnen gekregen. Vanuit dit perspectief lijkt het ergste leed geleden, in ieder geval vanuit een macro-perspectief, want een individuele instelling kan er wel eens minder voor staan.

Maar dit is nog niet alles. Tenslotte zijn er ook nog de *Collateralized Debt Obligations* (CDO's). Voor een korte uitleg over de CDO zie bijvoorbeeld mijn column "het zwarte schaap". Deze CDO markt heeft naar schatting een omvang van \$ 2 – 4 biljoen. In de loop van de afgelopen paar jaar zijn vooral de kwalitatief mindere hypotheekvormen (*subprime* en *Alt-A*) in deze CDO constructies door financiële instellingen weggezet bijvoorbeeld bij pensioenfondsen, hedge fondsen en beleggers. De omvang van het *subprime* deel in deze CDO's is echter niet bekend. Het zwartste scenario voor deze CDO markt is een *default rate* die gelijk is aan die van de *subprime* hypotheek zelf van, zeg, 30%, en een uiteindelijk verlies van 100%. Dit impliceert een verlies van \$ 600 – 1.200 miljard. Dit getal kan echter niet zomaar bij het verlies van \$ 700 miljard worden geteld, omdat een belangrijk deel van dit verlies dan dubbel geteld wordt. Alleen hoeveel er overblijft is onbekend. Ook hier geldt dat dit op het niveau van de markt mogelijk in haar geheel op te vangen is, echter voor individuele partijen kan dit betekenen dat zij in het geheel geen waarde meer zien reteren in de door hen gekochte producten. Ten slotte kan niet onvermeld blijven dat op de markt van *Credit Default Swaps* (CDS) nog aanzienlijke verliezen kunnen worden geleden. Op de CDS markt verhandelen participanten het risico dat een bepaalde debiteur niet meer kan betalen (in *default* is). Dit risico wordt aan een partij overgedragen in ruil voor een premie, de *default swap rate*. Dit is veelal een klein percentage van de hoofdsom van de betreffende lening waarvoor de verzekering wordt gezocht. De omvang van deze markt is \$ 58 biljoen wereldwijd, waarvan \$ 15,5 biljoen voor rekening komt van de Amerikaanse markt. De telling is wel een beetje gek, want voor deze markt worden alle hoofdsommen van de verzekerde obligaties bij elkaar opgeteld. Deze CDS zijn vooral ook afgesloten op CDO's. Als deze CDO in *default* geraakt, kan de houder van de CDS aanspraak maken op vergoeding van het verlies. Is het nu zo dat de verzekeraar de vergoeding niet kan betalen dan ontstaat er voor de verzekerde alsnog een verlies. De geschatte verliezen op deze markt bedragen \$ 250 miljard. Alles bij elkaar lopen de verliezen al aardig naar de \$ 1 biljoen.

Al met al zijn dit geen kinderachtige bedragen. Toch zijn dit ook niet meer zulke onoverkomelijke probleemgetallen als zij eerst leken. Financiële instellingen hebben al een belangrijk deel van deze producten afgewaardeerd en mede met behulp van overheden de reserves aangevuld. Het lijkt alsof er wat dat betreft weer lucht moet komen in het financiële systeem. Dit onder het voorbehoud natuurlijk dat de daadwerkelijke verliezen de hierboven gegeven geschatte verliezen niet te veel zullen ontlopen. Daarnaast zijn er nog zeker twee aan de crisis gerelateerde factoren die een herstel vooralsnog kunnen verhinderen.

De CDO markt is onderdeel van de veel grotere markt voor Asset Backed Securities (ABS). In deze markt wordt eigenlijk hetzelfde gedaan als in de CDO markt, alleen worden dan ook allerlei andere financiële activa als onderpand gebruikt. De ABS markt kan nog in moeilijkheden komen. Gezien de omvang van deze markt zullen dan nog vele miljarden verliezen moeten worden geïncasseerd. Omdat het veelal gaat om andere assets dan *subprime* hypotheek zou deze markt wel eens minder snel in moeilijkheden kunnen geraken. Ten tweede kan een domino-effect nog roet in het eten gooien. Financiële partijen, zoals hedge fondsen, die sterk in waarde gedaalde effecten houden, doch kortlopende verplichtingen dienen af te lossen, kunnen gedwongen zijn om deze effecten te verkopen. Hierdoor ontstaat verdere prijsdruk op financiële markten, waardoor onder andere weer banken, verzekeraars en pensioenfondsen getroffen worden in hun reserves. Dit zal een voorzichtig herstel van financiële markten verstoren.

Ten slotte moet nog gewezen worden op een andere onevenwichtigheid in de wereldeconomie. De langdurige extreem lage rente in Japan (0,5%) heeft geleid tot een omvangrijke vraag naar ¥ens. Deze werden vervolgens omgezet in andere valuta en tegen een hogere rente elders gestald, dan wel geconsumeerd (bijvoorbeeld in IJsland). Was de looptijd van de lening in ¥ens voorbij dan kon dezelfde truc nog een keer worden uitgevoerd. Deze zogenaamde *carry trade* heeft een hoge vlucht genomen. Met de recente koersstijging van de ¥en is echter abrupt een einde gekomen aan deze aantrekkelijke vorm van arbitrage. De stijging van de ¥en maakt dat veel meer lokale valuta moet worden omgewisseld om de schuld in ¥en te voldoen. Indien nu de schuldenaren niet kunnen voldoen aan deze verplichting, staat een volgende verliespost te wachten voor die partijen die deze ¥ens hebben uitgeleend.

Op de vraag of we nu het ergste hebben gehad, durf ik geen stellig antwoord te formuleren. Aan de ene kant lijkt het ergste leed geleden, aan de andere kant zijn er nog zeker de nodige bedreigingen te onderkennen. Een ding is wel zeker: het is de grootste kredietcrisis die we tot nu toe hebben gekend.

Oscar Couwenberg
Director MBCF