

www.dennisvink.nl
www.mejudice.nl

Beleidsmakers laten uit angst de sterke Europese securitisatiemarkt links liggen

Beleidsmakers laten zich niet leiden door feiten en scheren ten onrechte Europese securitisaties over één kam met falende Amerikaanse securitisaties. Europese securitisaties in vergelijking met de Amerikaanse securitisaties blijken namelijk wel degelijk te voldoen aan de verwachtingen die met hun hoogwaardige kredietbeoordeling gepaard gaan. Europese securitisaties – en dus ook de kredietbeoordelaars die deze producten hoge beoordelingen gaven – hebben het dus prima gedaan. De economen Nawas en Vink bepleiten dat de voorstellen voor hogere kapitaals- en liquiditeitswegingen voor Europese securitisaties naar beneden worden bijgesteld zodat financiële instellingen gemotiveerd worden deze markt opnieuw te gebruiken.

De mythe van de Europese kredietbeoordelingen

De securitisatiemarkt behoorde met een jaarlijks volume van circa 400 miljard euro voor de kredietcrisis tot de grootste kapitaalmarkten in Europa. Nu is het volume dat bij beleggers geplaatst wordt nog geen 90 miljard euro. Het IMF wenst dat de financiële instellingen deze markt wederom gebruiken met als doel uiteindelijk de geldstroom in Europa weer op gang te kunnen helpen. Dat is nodig om een tweede credit crunch te voorkomen. Echter, de politieke beleidsmakers in Europa willen hogere kapitaals- en liquiditeitseisen stellen aan banken, verzekeraars en pensioenfondsen die beleggen in securitisaties. Zij frustreren daarmee het marktherstel. De voorstellen worden gedaan onder verwijzing naar de ervaringen met securitisaties en de daaraan gerelateerde falende kredietbeoordelingen tijdens de kredietcrisis. Maar is dat wel terecht?

De reputatie van de kredietbeoordelaars heeft een flinke deuk opgelopen door herverpakkingsobligaties van al te gemakkelijk verstrekte Amerikaanse hypotheeklen ontorecht de AAA-beoordeling te geven. Dit, gecombineerd met hun macht om de kredietstatus van wie dan ook, inclusief nationale overheden, te bepalen, maakt ze tot een mikpunt van kritiek van politici, vooral in Europa. In Europa blijkt echter de kwaliteit van hun kredietbeoordelingen op het gebied van securitisaties heel goed te zijn.

Ten onrechte denken vele beleidsmakers dat alle securitisaties verkeerd door de kredietbeoordelaars zijn voorgesteld. Het is belangrijk deze mythe te ontcrachten, zeker met betrekking tot securitisaties van woninghypotheken, de grootste en voor de reële economie in Europa de belangrijkste vorm van securitisatie.

Financiële prestaties Europa versus V.S.

Hoe komt het eigenlijk dat de Europese en Amerikaanse securitisaties van woninghypotheken zo anders presteren? Onderstaand tabel geeft aan waar de oorzaken liggen.

Tabel 1: Vergelijking kenmerken Europese en Amerikaanse securitisaties

	Kenmerk	Europa	Verenigde Staten
1	marktsegment	vrijwel uitsluitend op basis van "prime" hypotheken	vrijwel uitsluitend "subprime" (prime hypotheken worden in andere instrumenten geplaatst via Freddie Mac en Fannie Mae)
2	zorgplicht	hypotheken verstrekt door banken die gehouden zijn aan zorgplicht	hypotheken verstrekt door de niet-gereguleerde sector
3	aansprakelijkheid	hypotheekleningnemers zijn hoofdelijk aansprakelijk voor hun hypotheekschuld	aansprakelijkheid van hypotheekleningnemers beperkt tot de waarde van het huis
4	business model	securitisatie als financieringsinstrument: hypotheken worden door de banken op hun balans gehouden tijdens de securitisatie	securitisatie als handelsinstrument: hypotheken worden door de verstrekkers met winst verkocht aan het securitisatievehikel
5	beleggers (toen de markt nog bestond)	pensioenfondsen, banken en verzekeraars	hedgefonds, vehikels die ze weer herverpakten

De financiële prestaties van de Europese AAA-securitisaties zijn ronduit uitstekend: van alle Europese securitisaties van woninghypotheken die vóór het uitbreken van de kredietcrisis in 2007 een AAA-rating hadden, voldoen allen netjes aan hun rente- en aflossingsverplichtingen. Een recent rapport van het kredietbeoordelingsbureau Fitch laat zien dat tot 1 januari 2012 de gerealiseerde verliezen op alle Europese securitisaties van woninghypotheken, ongeacht hun kredietbeoordeling van AAA tot BBB, slechts 0,02% bedroegen (en dit had te maken hadden met één specifieke transactie in Spanje). Fitch voorspelt dat ook in de toekomst verliezen cumulatief beperkt zullen blijven tot 0,7%. Aangezien AAA-beoordeelde securitisaties vele procenten bescherming voor kredietverliezen hebben, blijven deze hoog beoordeelde securitisaties ruim buiten schot. Het is een opmerkelijke prestatie, zeker als je bedenkt dat in de cijfers ook notoire probleemgebieden zitten zoals Griekenland, Spanje, Ierland en Portugal. Bovendien geldt dat zelfs van failliete banken, zoals DSB Bank, de securitisaties die ooit een AAA-rating kregen nog gewoon in de pas lopen met rente en aflossing. Een prestatie van formaat.

Het over één kam scheren van Europese securitisaties met misstanden in Amerika, waar de kredietverliezen op securitisaties van woninghypotheken maar liefst vijftig keer zo hoog liggen, of – nog erger – met dubbelverpakte CDOs, bewijst de Europese economie geen dienst. De politiek die de hogere kapitaals- en liquiditeitsnormen voor banken en verzekeraars willen stellen, heeft zich te veel door de onterechte vergelijkingen met Amerika laten leiden. Haar ergernis over de invloed van kredietbeoordelaars heeft waarschijnlijk ook niet bijgedragen aan hun mening over de securitisatiemarkt.

Financiële stabiliteit

In zijn recente visie op de wereldwijde financiële stabiliteit, heeft het IMF aangegeven dat het voor de stabiliteit belangrijk is om voldoende veilige financiële beleggingen te hebben waarmee banken en verzekeraars met vertrouwen hun liquiditeitspositie op peil kunnen houden. Zij roepen daarom op om de stroom van veilige securitisaties niet af te knippen. Wij delen die mening en voegen daar aan toe dat daar waar de woningmarkten in vele Europese landen al te lijden hebben van stagnatie, het ongewenst is om securitisatie als de belangrijke financieringsbron voor hypotheekvertrekkers, onnodig af te remmen.

In dit kader publiceerden Arnoud Boot en Lans Bovenberg op 24 april 2012 een opiniestuk in NRC Handelsblad waarin ze onder andere het idee opperden om een door de overheid gekapitaliseerd vehikel op te richten voor de aankoop van woninghypotheken van banken, deels te financieren met "verkoop van veilige, liquide en gestandaardiseerde hypotheekobligaties aan langetermijnbeleggers, zoals pensioenfondsen". Dat vinden wij een prima idee. Wij wijzen er evenwel op dat deze route alleen beschikbaar is als de beleidsmakers hun door ons gewraakte plannen wijzigen. Zoals hierboven besproken zijn wij van mening dat de Nederlandse securitisaties van woninghypotheken al veilig zijn. Maar van een liquide markt kan alleen maar sprake zijn als er niet alleen veel vragers maar ook veel aanbieders zijn, zowel initieel als in de secundaire markt. Dat kan alleen als het (tijdelijk) houden van deze obligaties door pensioenfondsen, banken en verzekeraars niet verhinderd wordt door de regelgeving.

Wij pleiten ervoor dat Europese beleidsmakers een meer op feiten gebaseerd beleid gaan voeren en de kapitaals- en liquiditeitseisen naar een acceptabel niveau te herstellen zodat Europese financiële instellingen in staat zijn en gemotiveerd worden de kapitaalmarkt te herstellen.

Dr. Dennis Vink is directeur Center for Finance en als associate professor of finance verbonden aan Nyenrode Business Universiteit.

Dr. Mike Nawas is oprichter van Bishopsfield Capital Partners in Londen. De Dow Jones publicatie Financial News noemde Nawas in 2008 in de top tien van invloedrijkste mensen in de Europese kapitaalmarkten.

Literatuurverwijzingen

Boot, A & L. Bovenberg, in: "Reddingsplan voor de hypotheekberg", opiniestuk in NRC Handelsblad, 24 april 2012.

Fitch Ratings, *EMEA RMBS Losses*, in: "The Credit Crisis Four Years On Series", Special Report, 7 March 2012.

International Monetary Fund, "*Safe Assets: Financial System Cornerstone?*" in: Global Financial Stability Report, April 2012.