

Onderbelicht onderpand en vertroebelend vertrouwen

Een aantal jaren terug, zo tussen 2008 en 2010, ging de vraag rond wat het nu voor crisis was waarin we verkeerden. Duidelijk was dat het economisch even niet ging zoals het hoorde te gaan, en dat dat van doen had met vertrouwen en banken. ‘Kredietcrisis’ was de term die voor veel mensen het scherpst samenvatte waarin het mis ging, maar ook de uitdrukking ‘*collateral crisis*’ kwam vaak voorbij. Er was immers veel misgegaan met onderpand, met alle kwalijke gevolgen van dien. Amerikaanse huishoudens die konden lenen op basis van, ja, op basis waarvan. Hun hypotheeklen die vervolgens werden opgeknipt, herverpakt en doorverkocht aan partijen die daarmee ook weer geld konden krijgen om nieuwe kredieten te verstrekken. En dat steeds weer, net zo lang tot in 2008 onderpand waardeloos bleek, als er al een idee bestond van de onderliggende waarde.

Eerlijk gezegd leek het me nogal overdreven de essentie van zo veel economische terugval te zoeken in zoiets specifiek als onderpand. Het veronderstelt dat krediet massaal stilvalt zodra de vermeende waarde van onderpand wegvalt. Alsof er ongedekt geen kredietverstrekking plaats kan vinden. Ook veronderstelt het dat onderpandwaarde ineens vaag of laag kan zijn. Alsof die waarde dan niet altijd vaag of laag was. Maar onlangs opende *The American Economic Review* met een artikel dat de crisis beter helpt begrijpen, door deze als onderpandcrisis te zien (Gorton en Ordoñez, 2014).

De auteurs beginnen met een constatering: aan de afgelopen crisis ging geen grote exogene schok vooraf, maar slechts een lichte waardedaling van *mortgage-backed securities* in 2007, ver voordat Lehman Brothers bankroet ging. Een theorie over crises moet daarom verklaren dat een kleine schok soms grote gevolgen heeft.

Die verklaring draait om onderpand: partijen zijn niet automatisch op de hoogte van de kwaliteit van onderpand dat ze accepteren bij kredietverstrekking. Productie van informatie over die kwaliteit is duur. Zolang er vertrouwen is in de tegenpartij, lenen partijen uit zonder die informatie te produceren. Dit is efficiënt omdat er bespaard wordt op productiekosten en omdat ook partijen met slecht onderpand dan geld krijgen dat ze kunnen uitlenen aan derden, wat economische groei ten goede komt. Maar naarmate informatie over tegenpartijen wordt vervangen door vertrouwen, bouwt zich financiële fragiliteit op. Een kleine schok kan dan tot een sterke economische terugval leiden, omdat het vertrouwen waarop kredietverlening is gaan leunen abrupt kan wegvallen.

Willen overheden voorkomen dat een crisis ons weer zo overvalt, dan zullen ze moeten sturen op productie van informatie over onderpandkwaliteit. We mogen dankbaar zijn voor overheidsinstellingen die dat doen. In *ESB* deden Capel en Levels kort geleden verslag van onderzoek bij DNB naar schaarste van kwalitatief hoogwaardig onderpand. En deze maand liet het kabinet zich positief uit over een aantal voorstel-



GELIJKJ WERNER

Eindredacteur *ESB*
g.werner@sdu.nl

len van de Europese Commissie tot vergroting van transparantie. Ze wil bijvoorbeeld centrale registratie van alle transacties op repo-markten; de markten waar gehandeld wordt in kortlopende schulden waarop onderpand dekking geeft tegen wanbetaling. Dit is precies waarover Gorton en Ordoñez het hebben. Verdienstelijk hierbij is dat meer zicht ontstaat op concentraties van bepaalde soorten onderpand. Maar het komt niet tot de kern van het probleem dat Gorton en Ordoñez ons voorhouden: er is te weinig productie van kwaliteitsinformatie als het economisch goed gaat, en te veel als het slecht gaat.

Wie die boodschap stug doortrekt naar kredietverlening in het algemeen moet tot de conclusie komen dat het juist nu niet goed is om de financiële sector te dwingen tot meer transparantie over transacties en balansen, zoals overheden dat doen. Natuurlijk is het de vraag of vertrouwen binnen de financiële sector op een behoorlijk niveau kan komen zolang het onbekend is wat er precies in de boeken staat bij een tegenpartij. Maar een les van het werk van Gorton en Ordoñez is dat dit echt een vraag is, en geen antwoord. Vertrouwen is in hun optiek niets anders dan het ontbreken van de prikkel tot informatieproductie.

En voor zover informatieproductie nodig is om weer vertrouwen te krijgen, bouwt fragiliteit zich vanzelf weer op, met als onontkoombare conclusie dat de volgende crisis slechts een kwestie van tijd is.

Hoopvoller stemt het vele onderzoek dat toezichthouders tegenwoordig doen naar nieuwe vormen van kredietverstrekking en geldschepping. Hoe nodig dit is, blijkt uit de aanloop naar de crisis. De vaagheid van de vele nieuwe vormen van onderpand bemoeilijkt waardering ervan. Door de verhoogde kosten van informatieproductie was de verleiding voor marktpartijen groot om onderpand dan maar ongeïnformeerd te accepteren, met name wanneer het hippe producten betrof zoals de *mortgage-backed securities*. Financiële fragiliteit kon zich opbouwen zonder dat we er erg in hadden.

De timing van dit soort onderzoek is goed, nu tal van consumenten zich afkeren van traditionele financiële instellingen en die instellingen hard zoeken naar nieuwe verdienmogelijkheden. Een voorbeeld van een populaire innovatie is de bitcoin: een digitale munt en betalingssysteem ineen. Het zou weer een nieuwe vage vorm van onderpand kunnen worden, enthousiast gebruikt door marktdeelnemers. Maar toezichthouders proberen mogelijkheden en onmogelijkheden van de bitcoin tijdig te doorzien. Bevindingen leest u in deze *ESB*. Crises zijn van alle tijden, maar laat de volgende crisis dan tenminste geen onderpandcrisis zijn.

LITERATUUR

Gorton, G. en G. Ordoñez (2014) *Collateral crises*. *The American Economic Review*, 104(2), 343–378.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in *ESB* en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.