



Repo-reparaties

Auteur(s):

Arnold, I.J.M.

Lemmen, J.J.G.

Verbonden aan respectievelijk Universiteit Nyenrode en het Centraal Planbureau.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4339, pagina 960, 14 december 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

Uit het oogpunt van systeemrisico is de repo-markt een veiliger segment van de geldmarkt dan de markt voor deposito's. Het is dan ook jammer dat de ontwikkeling hiervan wordt gehinderd door een gebrek aan Europese integratie. Dit artikel bespreekt een aantal imperfecties in de Europese repo-markt en doet suggesties ter verbetering.

De totstandkoming van de Europese muntunie zou, in theorie althans, snel tot een volledige integratie van de geldmarkten van de lidstaten moeten leiden. Vergeliken met andere onderdelen van het Europese financiële systeem is de geldmarktintegratie inderdaad ver voortgeschreden. Toch is de integratie niet in alle segmenten van de geldmarkt een even groot succes. Voorop loopt de markt voor interbancaire deposito's zonder onderpand (de zogenaamde 'unsecured' markt), waar dankzij het Europese

betalingssysteem TARGET de liquiditeiten efficiënt binnen het eurogebied circuleren. Dit geldt nog niet in dezelfde mate voor de markt voor repo's. De aanwezigheid van onderpand in repo-transacties maakt de repo-markt gevoeliger voor nationale verschillen en vertraagt de voortgang in de integratie, zoals we hieronder zullen bespreken.

Schakel tussen geld- en kapitaalmarkt

Een 'repurchase agreement' (repo) is een financieel instrument, waarbij effecten worden verkocht met de bijbehorende afspraak dat deze op een tijdstip in de nabije toekomst worden teruggekocht. Economisch gezien verschilt een repo niet van een korte-termijn geldlening op basis van onderpand. Repo's vormen zo een belangrijke schakel tussen de geldmarkt en de kapitaalmarkten, waar het onderpand wordt verhandeld. De dekking met onderpand reduceert het debiteurenrisico, waardoor de solvabiliteitseisen lager zijn¹. In het eurosysteem worden repo's gebruikt om middels de zogenaamde basis-herfinancieringstransacties wekelijks liquiditeit in het Europese financiële systeem te injecteren². De repo-rente geeft dan ook een signaal omtrent de koers van het Europese monetaire beleid³. Financiële instellingen zelf gebruiken repo's om hun liquiditeitspositie te managen. Zoals voor vrijwel ieder financieel instrument geldt, kan een repo echter ook worden gebruikt om het risico te verhogen: zo liet in 1994 een vermogensbeheerder in Orange County zien hoe repo's kunnen worden gebruikt om het renterisico van een obligatieportefeuille op te blazen⁴.

Cijfers over de repo-markt zijn schaars en vaak onvolledig, omdat de meeste handel 'over the counter' plaatsvindt en derhalve niet wordt geregistreerd in een centraal handelssysteem. Uit de omzetgegevens in [tabel 1](#) blijkt dat repo-transacties tussen de dertig en veertig procent van de Europese geldmarkt uitmaken. Hoewel geringer in omvang dan de markt voor interbancaire deposito's zonder onderpand, heeft de repo-markt sinds 1999 terrein gewonnen. Een recenter onderzoek schat de totale omvang van de in het eurogebied uitstaande repo's in juni 2001 op 1863 miljard euro⁵. Als we dit bedrag vergelijken met de vs, waar eind juni 2001 voor 2952,5 miljard dollar aan repo's uitstond, lijkt het eurogebied nog ruimte voor verdere groei te bieden⁶.

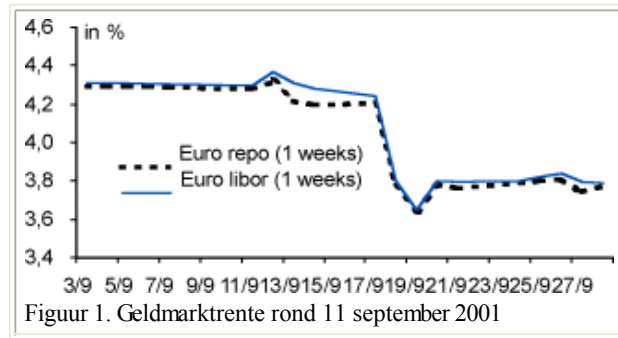
Tabel 1. omzet in de Europese geldmarkt, gemiddelde van het dagelijkse transactievolume

| | 2e kwartaal in mln euro | 1999 in % | 2e kwartaal in mln euro | 2000 in % |
|---------------------|----------------------------|--------------|----------------------------|--------------|
| unsecured markt | 88.605 | 53 | 88.789 | 47 |
| repo markt | 53.497 | 32 | 69.898 | 37 |
| currency swap markt | 25.077 | 15 | 30.226 | 16 |
| totaal | 167.179 | 100 | 188.913 | 100 |

Bronnen: M. Santillán, M. Bayle en C. Thygesen, The Impact of the euro on money and bond markets, ECB Occasional Paper Series nr. 1, Frankfurt am Main, July 2000 en The euro money market, ECB, juli 2001.

De verdere ontwikkeling van de repo-markt biedt een drietal voordelen⁷. Ten eerste vergroot een efficiënte repo-markt de liquiditeit in de markten waarin het onderpand wordt verhandeld. Meer liquide kapitaalmarkten zijn op zichzelf al wenselijk, maar hebben als bijkomend voordeel dat ze tot een snellere en meer uniforme transmissie van monetaire beleidsbeslissingen op de rente, de inflatie en de reële economie leiden. Tenslotte leidt de stimulering van de repo-markt ertoe dat het gebruik van onderpand in interbancaire transacties

toeneemt, waardoor het systeemrisico kan worden gereduceerd. Het risicoverschil tussen repo's en deposito's zonder onderpand komt tot uiting in de prijs: in het algemeen ligt de repo-rente iets onder de Libor rente ('London interbank offered rate', dit is de rente op interbancaire deposito's zonder onderpand) en loopt het rentevershil op met de spanning in de financiële markten. [figuur 1](#) laat dit zien in de periode rond de terreuraanslag in de vs, toen het rentevershil opliep van twee basispunten op 10 september tot negen basispunten op 13 september.



Dit artikel signaleert een aantal imperfecties in de Europese repo-markt [8](#). Wij gaan eerst in op enkele juridische en organisatorische belemmeringen. Vervolgens bespreken we hoe in het eurosysteem wordt omgegaan met kwaliteitsverschillen in het onderpand. We sluiten af met beleidsimplicaties.

Juridische en organisatorische belemmeringen

Op dit moment bestaat nog geen volledige juridische zekerheid dat de geldschieter in een grensoverschrijdende repo zijn recht op het onderpand ook daadwerkelijk kan doen gelden wanneer de tegenpartij zijn verplichtingen niet nakomt. Zonder in juridische details te willen treden: in de huidige situatie bestaat het risico dat het recht op het onderpand niet afdwingbaar is vanwege verschillen in nationale jurisdicties waar het onderpand wordt aangehouden. Onder juristen is het een punt van discussie of de Finaliteitsrichtlijn van de eu op dit vlak voldoende soelaas biedt.

Een tweede factor die bijdraagt aan nationale segmentatie is de versnippering van de 'clearing en settlement instituten' - die zich bezighouden met de verrekening en vereffening van effectentransacties - in Europa [9](#). Er bestaan in Europa circa dertig organisaties die zich bezig houden met de afwikkeling van effectentransacties, tegen slechts één in de vs. Clearing en settlement zijn activiteiten met een hoog potentieel voor schaalvoordelen. Het gevolg van de Europese versnippering is dan ook dat de kosten van clearing en settlement in Europa veel hoger zijn dan in de vs en dat de afwikkeling van binnenlandse transacties soepeler verloopt dan van grensoverschrijdende transacties. In theorie is een oplossing voor dit probleem eenvoudig: creëer één Europees clearing en settlement instituut. Maar de praktijk is tot nu toe weerbarstig [10](#).

Om toch het grensoverschrijdend gebruik van onderpand in transacties met het eurosysteem te bevorderen is een tussenoplossing gecreëerd. Het betreft het Correspondent Central Banking Model, waarbij een bank krediet kan verkrijgen bij een nationale centrale bank (NCB) op basis van onderpand dat wordt ingebracht bij een andere NCB in het eurosysteem. Daarnaast kan het grensoverschrijdend gebruik van onderpand ook plaatsvinden door middel van door de ECB goedgekeurde links tussen nationale clearing en settlement instituten (de zogenaamde sss-links).

Aan een derde factor die de segmentering van de repo-markt in stand houdt is het eurosysteem zelf debet. Het betreft de decentrale uitvoering van het monetair beleid via de NCB's. De NCB's werken met verschillende procedures ten aanzien van het onderpand. Het belangrijkste onderscheid is dat tussen een poolingsysteem, waarbij onderpand ten behoeve van transacties met het eurosysteem vooraf in een pool worden gebracht, en een systeem van oormerken, waarbij voor elke individuele transactie op dat moment het onderpand wordt ingebracht. Deze ongelijke behandeling leidt tot onnodige kostenverschillen.

Kwaliteitsverschillen in het onderpand

Statutair kan het eurosysteem alleen op basis van onderpand krediet verstrekken aan financiële instellingen (artikel 18.1 ESCB-statuten). Bij het bepalen van het type onderpand dat in aanmerking komt moet het eurosysteem schipperen tussen conflicterende doelstellingen: aan de ene kant dient de pool van onderpand voldoende omvangrijk te zijn om te voorkomen dat een schaarste aan onderpand de openmarkt operaties van het eurosysteem hindert. Een te lange lijst van onderpand heeft echter als nadeel dat de heterogeniteit groter wordt en dat het ingewikkelder wordt om rekening te houden met kwaliteitsverschillen.

Bovendien wilde men bij de overgang naar de emu rekening houden met de bestaande verschillen in de financiële structuur tussen de deelnemende landen. Uiteindelijk is gekozen voor een systeem waarbij het uitverkoren onderpand wordt ingedeeld in twee klassen. *Tier I*-beleenbare activa voldoen aan uniforme criteria, vastgesteld door de ECB en geldend in het gehele eurogebied. *Tier II* bestaat uit activa die van speciaal belang zijn in de nationale financiële systemen. De criteria hiervoor worden in principe door de NCB's opgesteld, maar moeten voldoen aan door de ECB vastgestelde minimumeisen. [tabel 2](#) laat zien hoeveel *Tier I*- en *Tier II*-onderpand beschikbaar is en hoe dit wordt gebruikt in kredietverstrekking door het eurosysteem. Hieruit blijkt dat er voorlopig geen gebrek is aan beleenbare activa: slechts rond de tien procent wordt gebruikt. Tevens blijkt uit deze tabel hoe gering het kwantitatieve belang van *Tier II*-onderpand is. De inclusie van *Tier II*-activa lijkt dan ook vooral ingegeven door de wens van de NCB's om de nationale praktijken zoveel mogelijk te volgen.

Tabel 2. Beschikbaarheid en gebruik van onderpand in kredietverstrekking door het eurosysteem, onderverdeeld in de klassen tier I en Tier II.

| | januari 1999 | | januari 2000 | |
|--|--------------|------------------------|--------------|------------------------|
| | in mln euro | in % van het totaal | in mln euro | in % van het totaal |
| beleenbare activa | | | | |
| totaal | 5.514.925 | 100,0 | 6.095.769 | 100,0 |
| waarvan: | | | | |
| Tier I | | | | |
| overheid | 3.314.470 | 60,1 | 3.462.397 | 56,8 |
| kredietinstellingen | 1.538.664 | 27,9 | 1.840.922 | 30,2 |
| bedrijfsleven | 170.963 | 3,1 | 237.735 | 3,9 |
| Tier II | | | | |
| overheid | 5515 | 0,1 | 6096 | 0,1 |
| kredietinstellingen | 66.179 | 1,2 | 73.149 | 1,2 |
| bedrijfsleven | 386.045 | 7,0 | 481.566 | 7,9 |
| beleenbare activa in gebruik bij het eurosysteem | | | | |
| totaal in gebruik | 586.035 | 10,6 | 644.903 | 10,6 |
| waarvan: | | | | |
| Tier I | | | | |
| overheid | 313.529 | 5,7 | 316.002 | 5,2 |
| kredietinstellingen | 258.441 | 4,7 | 295.366 | 4,9 |
| bedrijfsleven | 1758 | 0,03 | 7094 | 0,12 |
| Tier II | | | | |
| overheid | 586 | 0,01 | 645 | 0,01 |
| kredietinstellingen | 2344 | 0,04 | 5159 | 0,08 |
| bedrijfsleven | 8791 | 0,16 | 20.637 | 0,34 |

Bron: O. Mastroeni, The collateral framework of the eurosysteem: some evidence in the first months of the European Monetary Union, mimeo, 2000.

De lijst met beleenbare activa is lang en heterogeen, ook in vergelijking met andere centrale banken ¹¹. Hierdoor moet het eurosysteem waken voor arbitragemogelijkheden. Stel dat het eurosysteem de kwaliteitsverschillen in het onderpand minder goed prijst dan de private repo-markt. In dat geval ontstaat een zo'n arbitragemogelijkheid: een bank kan dan relatief slecht onderpand in de private repo-markt tegen een risicopremie in onderpand nemen om het vervolgens tegen een lagere risicopremie bij het eurosysteem te parkeren. Een variant op de wet van Gresham treedt dan in werking: 'bad collateral drives out good collateral'; het eurosysteem zou dan opgescheept zitten met onderpand van een lagere kwaliteit.

Zelfs bij een marktconforme prijsstelling kan niet worden uitgesloten dat het onderpand dat bij het Eurosysteem wordt ondergebracht systematisch een andere samenstelling heeft dan het onderpand in de private markt. Financiële instellingen zullen immers bij voorkeur het onderpand met de laagste opportuniteitskosten gebruiken voor transacties met het Eurosysteem. Illiquide *Tier II*-effecten zijn in de private repo-markt onbruikbaar. Daarentegen zijn bepaalde Duitse obligaties (zogenaamde 'Bunds') zeer populair in de private repo-markt, met name rond de expiratedatum van Bundfutures. We verwachten dus dat Bunds relatief minder vaak worden gebruikt in transacties met het eurosysteem, omdat ze elders bruikbaar zijn. Hoewel het eurosysteem geen openheid verschaft over de samenstelling van het onderpand naar nationaliteit, suggereren gegevens over het gebruik van grensoverschrijdend onderpand dat Duits onderpand is ondervertegenwoordigd en dat Italiaans en Belgisch onderpand zijn oververtegenwoordigd ¹².

Zwakke plekken

Om te waken tegen een verslechtering van de kredietkwaliteit van het onderpand maakt het eurosysteem gebruik van risicobeheersingsmaatregelen, waarbij het zich zoveel mogelijk conformeert aan de marktpraktijken. Hieronder willen we de vinger leggen op twee zwakke plekken in dit systeem van risicobeheersing.

Kredietrisico

In de eerste plaats maakt het eurosysteem geen onderscheid in het kredietrisico van de verschillende emu-overheden. Momenteel bevinden de overheids-financiën zich in de meeste emu-landen in goede staat, waardoor het kredietrisico laag wordt ingeschat. In de private repo-markt zijn de spreads tussen repo-rentes met staatsschuld van verschillende emu-landen als onderpand dan ook zeer gering ¹³. Dit kan veranderen wanneer een recessie of het effect van de vergrijzing op de uitgaven voor pensioenen en zorg de Europese begrotingen aantast. Nu in de emu de nooduitgang van geldcreatie op slot zit, zal een verslechtering van de overheidsfinanciën zich eerder vertalen in een verhoging van het kredietrisico. De credit ratings van bijvoorbeeld Standard & Poors (s&p) reflecteren dit: landen als België en Italië hebben een lagere kredietwaardigheid dan Duitsland en Nederland. Uit politiek oogpunt is het voor het Eurosysteem echter moeilijk om staatsschuld van de lidstaten verschillend te behandelen. Maar wanneer er ergens in de emu een begrotingscrisis uitbreekt en de spreads gaan oplopen zal de fictie dat de staatsschuld van alle emu-landen gelijkwaardig is niet langer houdbaar zijn. Dit geldt des te sterker na de toetreding van Oost-Europese landen tot de emu.

Rol nationale centrale banken bij bepalen onderpand

De tweede zwakke plek betreft de rol van de NCB's in het bepalen van het *Tier II* onderpand. De ECB moet voor het kwaliteitsoordeel over met name het niet-verhandelbare *Tier II* onderpand vertrouwen op het oordeel van de NCB's. In theorie kunnen de NCB's hun nationale financiële instellingen een concurrentievoordeel bezorgen door inferieur onderpand goed te keuren. In het ergste geval kan de NCB zelfs proberen om de kosten van een bail-out van een insolvente bank af te schuiven op het eurosysteem door waardeloze activa van de desbetreffende bank toe te staan als onderpand ¹⁴.

Beleidsimplicaties

Voor de verdere ontwikkeling van de Europese repo-markt is het van belang dat overal binnen het eurogebied het onderpand gelijk wordt behandeld. Op de volgende punten is van een gelijke behandeling vooralsnog geen sprake:

- » rechtszekerheid van de aanspraak op onderpand bij wanbetaling door de tegenpartij;
- » kosten van clearing en settlement;
- » interactie tussen kredietinstellingen en de NCB's;
- » kwaliteitsverschillen in het onderpand.

Het eerste punt is voer voor juristen. Het tweede punt vergt verdere consolidatie in de clearing en settlement. Met betrekking tot het derde punt lijkt de decentrale opzet van het Eurosysteem nationale praktijken in stand te houden en daardoor de integratie te belemmeren. Een gecentraliseerd model, waarin analoog aan de Federal Reserve Bank of New York één centrale bank de open-markt operaties doet, verdient dan ook de voorkeur.

Over het laatste punt, de heterogeniteit van het onderpand, wordt vanuit de ECB zelf al opgemerkt dat het huidige systeem erg ingewikkeld is om te managen¹⁵. Het ligt dan ook voor de hand om het *Tier II*-onderpand te schrappen: het is kwantitatief onbelangrijk, houdt nationale praktijken in stand en geeft teveel speelruimte aan de NCB's. Voor wat betreft het overblijvende *Tier I*-onderpand dient het Eurosysteem beter om te gaan met verschillen in het kredietrisico van emu overheden. Een suggestie van onze kant: laat alleen staatsobligaties toe als onderpand als ze een triple A credit rating hebben. Dit geeft lidstaten een extra prikkel tot begrotingsdiscipline

1 Zie R.T.A. de Haas en T. Keijser, Repo-style transactions and capital adequacy requirements, *Research Series Supervision nr. 37*, De Nederlandsche Bank, 2001.

2 Het eurosysteem bestaat uit de Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken in het eurogebied.

3 Zie S.C.W. Eijffinger en J. de Haan, *European monetary and fiscal policy*, Oxford University Press, 2000. Vanuit het perspectief van de geldver-strekker wordt vaak de term 'reverse repo' gebruikt.

4 Zie P. Jorion, *Big bets gone bad: derivatives and bankruptcy in Orange County*, Academic Press, Boston, 1995.

5 International Securities Market Association, *European repo market survey*, nr. 1, september 2001. Het betreft helaas een incomplete steekproef.

6 The Bond Market Association, <http://www.bondmarkets.com>.

7 Zie Centre for European Policy Studies, *The EU repo markets*, Brussel, 2000.

8 Zie tevens M. Canoy, M. van Dijk, J. Lemmen, R. de Mooij en J. Weigand, *Competition and Stability in Banking*, CPB *Special Studies*, Den Haag, 2001.

9 Zie Giovannini Group, *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union*, Brussel, november 2001.

10 Overigens roept consolidatie vragen op met betrekking tot het toezicht. De twee grootste Europese clearing en settlement instituten - Euroclear en Clearstream - staan nu onder toezicht van de Nationale Bank van België en de Banque Centrale du Luxembourg, omdat ze daar zijn gevestigd. Bij verdere consolidatie is het niet vanzelfsprekend dat het toezicht in handen blijft van deze kleine toezichthouders.

11 Zie Committee on the global financial system, *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*, BIS, 2001.

12 Het betreft het gebruik van grensoverschrijdend onderpand via het Correspondent Central Banking Model en de SSS-links. Eind 2000 was het aandeel hierin van onderpand uitgegeven in Duitsland 21,3 procent en dat van België en Italië respectievelijk 11,7 en 34,4 procent. Het aandeel in de staatsobligatiemarkt van deze drie landen was eind 2000 respectievelijk 27,4; 6,1 en 28,7 procent.

13 Ter illustratie: op 11 juni 2001 waren de spreads van zes-maands repo's met Nederlands, Italiaans en Belgisch onderpand ten opzichte van repo's met Duits onderpand respectievelijk een, twee en zeven basispunten.

14 Zie Center for European Policy Research, *The ECB, safe at any speed?*, CEPR, London, 1998, blz. 37-38.

15 Zie Mastroeni, 2000, *op.cit.*.