

Schaarste onderpand eurogebied onwaarschijnlijk

Door de financiële crisis zijn marktpartijen en autoriteiten alerter op tegenpartijrisico's en vragen vaker dan vroeger om kwalitatief goed onderpand. Sommige marktpartijen vrezen dat dit binnenkort schaars wordt. Toch lijkt onderpandschaarste in het eurogebied onwaarschijnlijk, hoewel de druk wel toeneemt.

ANOUK LEVELS
Junior adviseur bij
KPMG

**JEANNETTE
CAPEL**
Senior beleidsmede-
werker bij De Neder-
landsche Bank

Op financiële markten is het gebruik van onderpand een van de belangrijkste methoden om tegenpartijrisico af te dekken (Committee on the Global Financial System, 2001). Marktpartijen hebben onderpand niet alleen nodig voor hun transacties op de gedekte geldmarkten, derivatenmarkten en binnen betaal- en afwikkelingsystemen, maar ook om liquiditeit te verkrijgen via openmarkttransacties en de marginale beleningsfaciliteit van de centrale bank.

De vraag naar kwalitatief goed onderpand is de laatste jaren flink toegenomen en neemt naar verwachting verder toe. Banken die geld willen lenen, moeten sinds de financiële crisis vaker kwalitatief goed onderpand als zekerheidsstelling bieden (Hördahl en King, 2008; IMF, 2010). Door het faillissement van Lehman Brothers in 2008 daalde het onderlinge vertrouwen tussen banken namelijk sterk. Daardoor zijn zij nu veel minder dan vroeger bereid om andere banken onge-dekt geld te lenen (ECB, 2009).

Daarnaast zijn banken over een paar jaar gebonden aan twee nieuwe Baselse liquiditeitsstandaarden: de *liquidity coverage ratio* (LCR) en de *net stable funding ratio* (NSFR) (Basel Committee on Banking Supervision, 2010). De LCR ver-plicht banken tot het aanhouden van een buffer hoogliquide

financiële activa, die liquiditeitsuitstromen kan opvangen gedurende een dertig dagen durend stressscenario. De NSFR zorgt ervoor dat banken hun langlopende activa financieren met voldoende langlopende passiva, waardoor looptijd-risico's beperkt worden. Door met name de LCR zullen banken meer hoogliquide financiële activa, die als onderpand dienst kunnen doen, 'onbelast' op hun balans moeten aanhouden.

Ook op de derivatenmarkt zullen banken binnenkort meer onderpand nodig hebben. De OTC-derivatenmarkt (*over-the-counter*), die maatwerk biedt en ondoorzichtig en illiquide is, bleek in de recente crisis een belangrijk doorgeef-luik en versterker van risico's. Omdat bij transacties in aandelen en beursgenoteerde derivaten centrale tegenpartijen tijdens de crisis een stabiliserende rol speelden, besloten de G20-regeringsleiders tijdens de Pittsburg-top dat alle standaard-derivatencontracten tegen het eind van 2012 via centrale tegenpartijen afgewikkeld moeten worden (G20, 2009). Dit besluit zal in Europa worden opgenomen in de European Market Infrastructure Regulation (EC, 2010). Een centrale tegenpartij gaat tussen twee handelende partijen instaan en biedt beide een waarborg dat de verplichting wordt nagekomen als de oorspronkelijke tegenpartij in problemen komt. Om deze waarborg te kunnen bieden, vraagt de centrale tegenpartij onderpand op basis van de multilateraal geneteerde openstaande derivatenpositie en een bijdrage aan het algemene faillissementsfonds. Verwacht wordt dat verreweg de meeste banken hierdoor meer onderpand nodig zullen hebben dan in de huidige praktijk van bilaterale clearing en dat alleen enkele grote spelers op onderpand kunnen besparen door de multilaterale netteringsmogelijkheden die een centrale tegenpartij biedt.

In hoeverre ook het aanbod van kwalitatief goed onderpand zal toenemen, is op voorhand niet duidelijk. Van oorsprong werd overheidspapier altijd als hoogwaardig onderpand beschouwd vanwege het lage kredietrisico en de hoge mate van liquiditeit. Door de financiële en economische crisis zijn de overheidstekorten in veel eurolanden flink opgelopen, wat de

uitgifte van nieuw overheidspapier noodzakelijk heeft gemaakt. Hoewel dit papier potentieel als onderpand dienst kan doen, zijn in sommige eurolanden de overheidstekorten nu zo hoog dat de markt het daar uitgegeven overheidspapier niet meer als hoogwaardig onderpand beschouwt. Per saldo is het daarom niet duidelijk of en in hoeverre het aanbod toeneemt.

Omdat de vraag naar kwalitatief goed onderpand toeneemt en het onzeker is hoe het aanbod ervan zich ontwikkelt, vrezen sommige marktpartijen dat er schaarste ontstaat.

KWALITATIEF GOED ONDERPAND

Indien men marktparticipanten en autoriteiten vraagt wat kwalitatief goed onderpand is, zal blijken dat men het in hoge mate eens is over de theoretische karakteristieken. Zo worden er bepaalde eisen gesteld aan de activa zelf, bijvoorbeeld lage krediet- en marktrisico's en makkelijk te berekenen waarde, en aan de markten waarop deze verhandeld worden, zoals liquide en niet geconcentreerd. Bovendien moet het onderpand onbezwaard zijn. Maar in de praktijk geven verschillende onderpandvragers aan deze theorie elk hun eigen concrete invulling, die bovendien voortdurend verandert als risicopercepties wijzigen.

Om het onderpandsaanbod te schatten moet worden geconcretiseerd uit welke activa kwalitatief goed onderpand precies bestaat. Er is gekozen voor een pragmatische definitie: kwalitatief goed onderpand bestaat uit de activa die op een bepaald moment door alle relevante partijen als zodanig worden beschouwd en geaccepteerd. Daarbinnen zijn er twee categorieën. Kwalitatief goed onderpand omvat de activa die alle relevante partijen in het eurogebied zonder hoeveelheidslimiet accepteren. Concreet is gekeken naar de kleinste doorsnede van het door de ECB geaccepteerde onderpand en de activa die onder Basel 3 worden geclassificeerd als hoogwaardig liquide (ECB, 2011a; Basel Committee on Banking Supervision, 2010). Dit onder voorwaarde dat marktpartijen deze activa ook als hoogwaardig percipiëren. Quasi-kwalitatief goed onderpand, de op een na hoogste kwaliteit, wordt ook door de ECB en onder de liquiditeitsstandaarden van Basel 3 geaccepteerd maar kent wel een hoeveelheidslimiet. Kader 1 geeft een overzicht van de activa die volgens deze definitie (quasi-)kwalitatief goed onderpand zijn.

Uit de hier gekozen pragmatische definitie van kwalitatief goed onderpand mag niet worden geconcludeerd dat het noodzakelijkerwijs onverstandig is om onderpand te accepteren dat buiten dit kader valt. Als een instelling kiest voor minder strenge onderpandseisen, kan zij haar tegenpartijrisico toch adequaat beheersen door strengere eisen aan de tegenpartij of door risicomangementtechnieken. Een veelgebruikte risicomangementtechniek is de *haircut*: een toegepaste korting op de marktwaarde van onderpandstukken die compenseert voor de risico's die aan de stukken verbonden zijn. Zo accepteert het Eurosysteem (het collectief van de ECB en de nationale centrale banken) bewust breder onderpand dan de markt om veel verschillende financiële instellingen in het hele eurogebied potentieel toegang tot centrale bank liquiditeit te verschaffen en voert daarom een actief beleid om de onderpandrisico's te beheersen (ECB, 2011a).

SCHATTINGEN VRAAG EN AANBOD

Op 17 november 2011 bedroeg de marktwaarde van de op de markt verhandelbare en bij de ECB beleenbare stukken 10,6 biljoen oftewel 10.600 miljard euro (figuur 1). Hiervan kan volgens de gehanteerde definitie (kader 1) 7,8 biljoen worden bestempeld als kwalitatief goed onderpand en nog eens 1,6 biljoen als quasi-kwalitatief goed onderpand. De effectieve onderpandwaarde van deze stukken is echter lager vanwege de nog toe te passen haircut. Om de onderpandwaarde conservatief te berekenen, zijn de haircuts gebruikt van de ECB of het Baselse Comité, afhankelijk van welke hoger was. Na toepassing van haircuts blijkt er op 17 november 2011 in het eurogebied 7,6 biljoen euro aan kwalitatief goed onderpand te zijn en 1,3 biljoen euro aan quasi-kwalitatief goed onderpand.

De toename in de hoeveelheid kwalitatief goed onderpand tot eind 2012 is gebaseerd op de verwachtingen van de Europese Commissie over de nieuwe uitgifte van schuld papier door overheden en andere entiteiten in de publieke sector, zoals sociale-zekerheidsfondsen, in eurolanden. Dit op voorwaarde dat deze activa voldoen aan de in kader 1 gespecificeerde minimum-creditratings. Uit deze analyse blijkt dat er tot eind 2012 rond de 700 miljard euro aan kwalitatief goed overheidspapier zal bijkomen in de markt.

De extra hoeveelheid quasi-kwalitatief goed onderpand per ultimo 2012 wordt voornamelijk bepaald door de nieuwe uitgifte van zogenoemde *covered bonds* in Europa. Enerzijds valt te verwachten dat de markt zal groeien, onder meer vanwege de gunstige behandeling onder Basel 3. Anderzijds

Pragmatische definitie kwalitatief goed onderpand

KADER 1

ALGEMENE CRITERIA

- Uitgegeven in euro
- De stukken zijn uitgegeven in de European Economic Area (EEA), of uitgegeven door een instelling gevestigd in een EEA of een niet-EEA G10-land, en afgewikkeld in het eurogebied.
- Verhandeld op geregistreerde en door de ECB geaccepteerde markten.

KWALITATIEF GOED ONDERPAND

- Verhandelbaar schuld papier, uitgegeven of gegarandeerd door nationale overheden, publieke sector entiteiten of centrale banken, met een krediet-rating van AAA tot AA-.
- Verhandelbaar staatspapier of schuldstukken uitgegeven door centrale banken, met een krediet-rating van A+ tot BBB-.

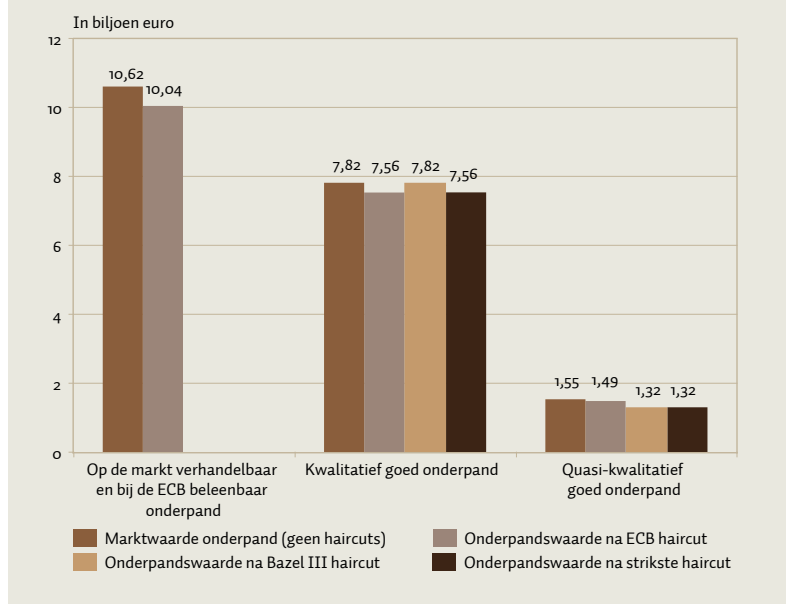
QUASI-KWALITATIEF GOED ONDERPAND

- Verhandelbaar schuld papier, uitgegeven of gegarandeerd door nationale overheden, entiteiten in de publieke sector of centrale banken, met een krediet-rating van A+ tot A-.
- Corporate bonds (uitgegeven door niet-financiële instellingen), met een krediet-rating van AA- of hoger.
- Covered bonds, met een krediet-rating van AA- of hoger.

¹ Staatspapier met een krediet-rating tussen A+ en A is buiten beschouwing gelaten, omdat deze categorie deel uitmaakt van de groep 'kwalitatief goed onderpand'

Onderpandswaarde van (quasi-)kwalitatief goed onderpand vóór en na haircuts

FIGUUR 1



lijkt de groeipotentie van de markt voor covered bonds beperkt omdat veel van de voor covered bonds geschikte activa nu al bezwaard zijn. Na afweging van de relevante factoren is aangenomen dat de nieuwe uitgifte gelijke tred houdt met de gemiddelde nieuwe uitgifte in de periode 1994–2008, wat neerkomt op een groei van 200 miljard euro tot eind 2012. Kortom het aanbod van kwalitatief goed onderpand zal naar verwachting de 700 of 900 miljard euro stijgen, afhankelijk of alleen de hoogste kwaliteit of ook de quasi-hoogste kwaliteit in beschouwing wordt genomen (figuur 2).

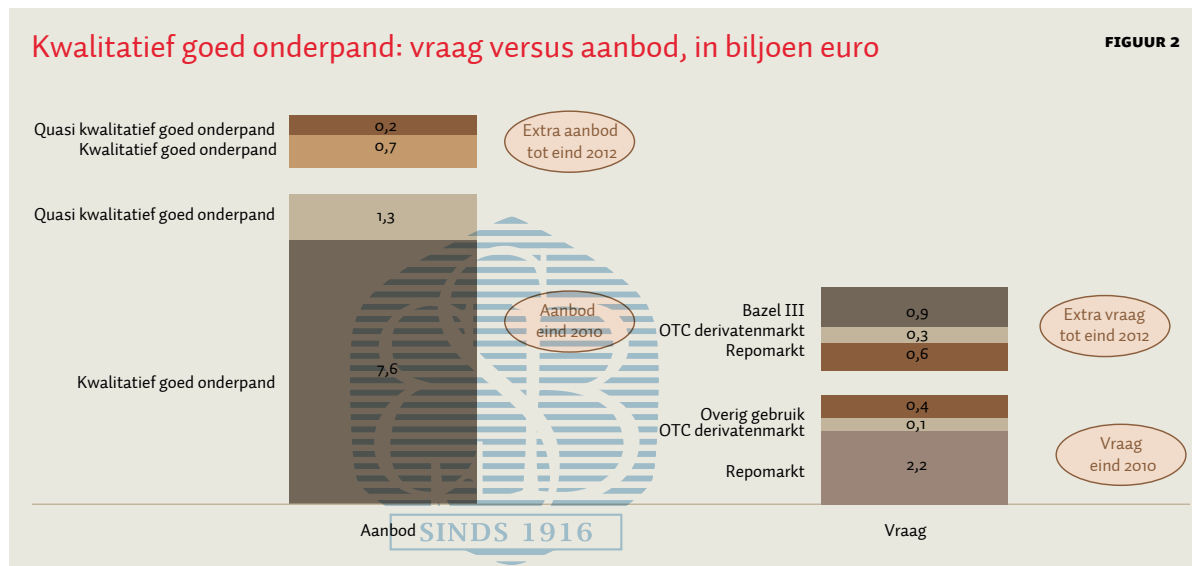
De vraag naar kwalitatief goed onderpand per ultimo 2010 werd bepaald uit het onderpandsgebruik op de gedekte geldmarkt (repomarkt), de OTC-derivatenmarkt en het ove-

rige gebruik. Dit laatste betreft het onderpand benodigd voor monetaire transacties en beursgenoteerde derivatenhandel. Verreweg het meeste onderpand werd gebruikt op de repomarkt. Volgens surveys van de International Capital Market Association (ICMA) had de Europese repomarkt eind 2010 een omvang van 3 biljoen euro (ICMA, 2011). Omdat het eurogebied in de Europese financiële balans, financiële transacties en bpn een gemiddeld gewicht heeft van 72 procent, is gesteld dat de eurogebied-repomarkt eind 2010 bijna 2,2 biljoen euro groot was. Cijfers over het onderpandsgebruik voor derivatentransacties in het eurogebied zijn niet voorhanden maar werden op basis van wereldwijde cijfers van de Bank for International Settlements en de International Swap and Derivatives Association geschat op 100 miljard euro voor zowel beursgenoteerde als OTC-derivaten. Tot slot lag volgens de ECB het piekgebruik aan onderpand voor monetaire transacties in het eurogebied eind 2010 op 0,9 biljoen euro (ECB, 2011b). Ervan uitgaande dat het bij het Eurosysteem gestorte onderpand hiervoor proportioneel werd ingezet, was het beslag hiervan op het kwalitatief goede onderpand ongeveer 0,3 biljoen euro. Al met al kan het totale huidige gebruik aan hoge kwaliteit onderpand worden becijferd op ongeveer 2,7 biljoen, ofwel 2700 miljard, euro (figuur 2).

Voor de vraagtoename tot eind 2012 zijn de besproken recente trends gekwantificeerd. De toenemende onderpandsvraag op de repomarkt eind 2012 is geschat met algemene trend- en bpn-modellen op basis van de ICMA-cijfers over de Europese repomarkt en bedraagt rond de 600 miljard euro. De toekomstige extra onderpandbehoefte op OTC-derivatenmarkten is berekend op 300 miljard euro, volgens een door het IMF ontwikkelde methodiek (Singh, 2010). Daarbij is eerst het verschil genomen tussen de zogenoemde *derivatives payables* (de uitstaande positie die gedekt moet worden door onderpand) en het daadwerkelijk in de markt geleverde onderpand en vervolgens is hierbij opgeteld het extra onderpand dat het toenemend gebruik van centrale tegenpartijen zal vergen. Tot slot is het effect van de Baselse liquiditeitsstandaarden geschat door extrapolatie uit eerder uitgevoerde studies naar de LCR-tekorten voor banken in de Europese Unie. Dit effect

Kwalitatief goed onderpand: vraag versus aanbod, in biljoen euro

FIGUUR 2



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.

komt neer op 900 miljard euro. Een ruwe schatting is daarom dat door de drie bovengenoemde trends de vraag naar onderpand met 1800 miljard euro toeneemt.

Uit de vergelijking van vraag- en aanbodsontwikkelingen blijkt dat de vraag naar onderpand naar verwachting veel meer toeneemt dan het aanbod (1800 miljard euro vraagtoename vergeleken met 700 tot 900 miljard euro aanbodtoename). De druk op kwalitatief goed onderpand neemt dus toe. De schattingen laten ook zien dat eind 2012 de totale vraag van banken naar onderpand (4500 miljard euro) ruim zal achterblijven bij het totale aanbod (9800 miljard euro). Dit laatste betekent dat er geen aanwijzingen zijn voor absolute onderpandschaarste (Levels en Capel, 2012).

MARKTONTWIKKELINGEN

Hoewel het zeer onwaarschijnlijk lijkt dat onderpand op geaggregeerd niveau schaars wordt, kunnen individuele financiële instellingen wel een tekort ervaren. Als dat het geval is, zullen banken hun onderpand zo effectief mogelijk proberen te gebruiken opdat zij hun bestaande activiteiten kunnen voortzetten, bijvoorbeeld door het kwalitatief goede onderpand te reserveren voor transacties die niet met een lagere kwaliteit kunnen worden gedekt. Wellicht zullen ook marktpartijen hun onderpandseisen naar beneden bijstellen of terugvallen op ongedekte transacties. Financiële instellingen die een breder scala aan onderpand accepteren, zoals het Eurosysteem, kunnen hierdoor te maken krijgen met een lagere kwaliteit en minder gevarieerde onderpandpool. Data uit het ECB Annual Report (ECB, 2010; 2011b) geven aan dat deze trend al is ingezet. Centrale banken in het eurogebied zullen – zoals nu al gebeurt – de hierdoor ontstane risico's moeten beheersen met adequaat risicomanagement.

Ook zal de handel in hoogwaardige onderpandstukken toenemen, wanneer marktpartijen deze activa zo effectief mogelijk willen inzetten. Banken met overvloedige liquide activa zouden deze bijvoorbeeld via zogeheten *securities lending*-transacties kunnen uitlenen aan banken met een tekort. Sommige financiële instellingen zouden bovendien een rol kunnen gaan vervullen in 'onderpandtransformatie' (Cameron, 2011). Zo wordt verwacht dat enkele grote broker-dealers op de OTC-derivatenmarkten tegen vergoeding bereid zullen zijn om de minder liquide stukken van hun klanten te transformeren in cash of AAA-overheidspapier, dat vervolgens gebruikt kan worden als onderpand in derivatentransacties. Institutionele beleggers zoals pensioenfondsen kunnen ook onderpandstransformatiediensten gaan bieden, omdat zij veelal grote hoeveelheden aan kwalitatief goede liquide activa op hun boeken houden. Toezichthouders en regelgevers dienen de aan onderpandshandel verbonden risico's in kaart te brengen en waar nodig gepaste maatregelen te treffen.

Onderpandschaarste kan ook vanuit het omgekeerde perspectief worden gezien. Schaarste aan kwalitatief goed onderpand wijst namelijk op een discrepantie tussen reële economische waarden (de basis van onderpand) en de risico's die genomen worden in het financiële systeem. Banken zouden daarom hun risico's moeten beperken tot wat economisch gezien reëel is (Adrian en Shin, 2010a, 2010b). Toezichthouders moeten erop toezien dat banken niet meer risico's op hun balans nemen dan ze kunnen dragen en adequaat risicomanagement promoten.

CONCLUSIE

De relatieve schaarste van kwalitatief goed onderpand in het eurogebied neemt komend jaar toe. Van absolute schaarste zal hier echter geen sprake zijn. De huidige initiatieven van toezichthouders en andere autoriteiten kunnen worden opgevat als pogingen om banken niet meer risico's te laten nemen dan ze aankunnen. Dit kan worden bewerkstelligd door reductie van risico's enerzijds en versterking van de draagkracht anderzijds. Basel 3 zal ervoor zorgen dat banken beter bestand zijn tegen liquiditeitsrisico's door hen te verplichten een liquiditeitsbuffer aan te houden en langlopende activa te financieren met langlopende passiva. De huidige initiatieven op het gebied van regulering van OTC-derivaten zullen banken bovendien stimuleren risico's van derivaten adequaat af te dekken. Overige initiatieven om de financiële stabiliteit te bevorderen – zoals het promoten van duurzame businessmodellen en adequaat risicomanagement bij banken – zullen er ook in resulteren dat de risico's die banken nemen meer in lijn zijn met hun draagkracht. Indien er onvoldoende hoogwaardig onderpand is ter dekking van deze risico's zullen banken een minder risicovol businessmodel moeten aannemen.

LITERATUUR

- Adrian, T. en H.S. Shin (2010a) Liquidity and leverage. *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), 418–437.
- Adrian, T. en H.S. Shin (2010b) The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007–2009. *Annual Review of Economics*, 2, 603–618.
- Basel Committee on Banking Supervision (2010) *Basel III: international framework for liquidity risk management, standards and monitoring*. Basel: Basel Committee on Banking Supervision.
- Cameron (2011) *Client clearing poses acute liquidity risk*. Artikel op www.risk.net.
- Committee on the Global Financial System (2001) *Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics*. Basel: Bank for International Settlements.
- EC (2010) *Impact assessment: accompanying document to the 'proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories'*. Brussel: Europese Commissie.
- ECB (2009) *Euro money market study 2008*. Frankfurt: Europese Centrale Bank.
- ECB (2010) *Annual Report 2010*. Frankfurt: Europese Centrale Bank.
- ECB (2011a) *The implementation of monetary policy in the euro area*. Frankfurt: Europese Centrale Bank.
- ECB (2011b) *Annual Report 2011*. Frankfurt: Europese Centrale Bank.
- G20 (2009) *Leaders' statement Pittsburg summit – September 24–25, 2009*. Artikel op www.g20.org.
- Hördahl, P. en M.R. King (2008) Developments in repo markets during the financial turmoil. *Bis Quarterly Review*, december.
- ICMA (2011) *European repo market survey: no. 20 – conducted December 2010*. Zürich: International Capital Market Association.
- IMF (2010) *Global financial stability report: sovereigns, funding and systematic liquidity*. Washington, D.C.: Internationaal Monetair Fonds.
- Levels, A.L. en J.J. Capel (2012) *Is collateral becoming scarce? Evidence for the euro area*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Singh (2010) *Under-collateralisation and rehypothecation in the OTC derivatives markets*. Washington: Internationaal Monetair Fonds.