

ACHTERGROND ECONOMIE

ECONOMIE / RENTEMARKT / CORPORATIES

Bankenregel maakt rentederivaten duurder

Woningcorporaties moeten Basel 3 strategische keuzes

De nieuwe regelgeving voor banken, Basel 3, is veel in het nieuws. Banken moeten vanaf 2013 een groter buffervermogen hebben en meer liquiditeiten aanhouden. Minder bekend is dat Basel 3 ook een grote impact gaat hebben op de derivatenmarkt. Eindgebruikers van derivaten, zoals woningcorporaties, worden gedwongen om belangrijke keuzes te maken in hun renterisicobeleid. Ook overige partijen die derivaten gebruiken om financiële risico's af te dekken, krijgen te maken met de gevolgen van Basel 3. Volgens Joep Munten van Montesquieu Finance zijn de effecten het grootst bij langlopende derivaten, zoals renteswaps.

Joep Munten

Basel 3 is een nieuwe wereldwijde standaard voor regelgeving voor banken. De maatregel wordt gefaseerd ingevoerd vanaf 2013, terwijl volledige invoering voor januari 2019 plaats vindt. Deze standaard ziet onder meer toe op de funding, de minimale solvabiliteit en liquiditeit van banken. Een van de nieuwe zaken in Basel 3 is de zogenaamde 'Credit Value Adjustment' (CVA). Eenvoudig gezegd is CVA de aanpassing van de prijs van een 'over-the-counter' derivaat, zoals een renteswap door het potentiële kredietrisico van de tegenpartij. De CVA betekent dat banken extra kapitaal moeten aanhouden voor het kredietrisico van een tegenpartij in een derivatentransactie. Deze regels worden per 1 januari 2013 geëffectueerd. Dat de CVA een groot effect zal hebben, blijkt alleen

al uit de kolossale omvang van de derivatenmarkt. Uit een rapport van de Bank for International Settlements van 16 november 2011 blijkt dat het totale nominale uitstaande bedrag van alle 'over-the-counter' derivaten in de eerste helft van 2011 met 18 procent is gestegen tot 708 biljoen dollar (708.000 miljard euro) wereldwijd. Banken zullen daarom miljarden euro's extra kapitaal moeten aanhouden voor de derivatentransacties, die zij met hun klanten afsluiten. Dit kapitaal is zeer duur en bovendien erg schaars; banken zullen daarom trachten het kredietrisico op deze transacties zo veel mogelijk te verminderen. Dit kan door extra zekerheden te verlangen of tussentijds de marktwaarde te verrekenen via zogenaamde margin calls (zie hierna). Wanneer dit

niet mogelijk is, zullen banken de prijs van derivaten fors verhogen. Vooral voor derivaten met een lange looptijd zullen deze kosten exponentieel toenemen. Een bijkomende ontwikkeling is dat banken minder snel bereid zullen zijn om derivatentransacties aan te gaan met tegenpartijen waar zij niet de onderliggende financiering hebben verstrekt.

Corporaties en rentederivaten Woningcorporaties zijn kapitaalintensieve bedrijven die grotendeels zijn gefinancierd met vreemd vermogen. De rentelasten vertegenwoordigen gemiddeld zo'n 30 procent van de totale bedrijfslasten. Het is daarom noodzakelijk voor woningcorporaties om hun renterisico's goed te beheersen. Dat gebeurt onder andere met

rentederivaten. Mits goed toegepast zijn deze instrumenten een uitstekend middel om renterisico's mee te managen. De sector als geheel gaat hier zeer prudent mee om; er zijn dan ook tot de affaire rondom Vestia nagenoeg geen misstanden geweest. Kenmerkend voor de sector is dat er soms renteswaps met extreem lange looptijden (tot wel vijftig jaar) worden aangegaan. Deze instrumenten zijn zeer gevoelig voor schommelingen in de rentemarkt en kunnen daardoor tussentijds een forse negatieve of positieve marktwaarde krijgen. Het potentiële kredietrisico op deze transacties is groot. Wanneer men een 'doodgewone' lening met dezelfde looptijd zou moeten waarderen, dan zou er precies dezelfde marktwaarde uitrollen. Alleen noemen we dat dan agio of disagio. Iets minder beladen begrippen weliswaar, maar in wezen identiek. Waarom gaat een woningcorporatie dan in plaats van een constructie met derivaten niet een eenvoudige 'recht toe recht aan' langjarige lening aan? Het simpele

antwoord is dat dergelijke leningen in de huidige markt extreem duur zijn of niet beschikbaar. Bovendien wil een woningcorporatie renterisico's die in de (nabije) toekomst vallen ook kunnen managen. Ook hier zijn de mogelijkheden met gewone leningen beperkt en kunnen rentederivaten een uitkomst bieden.

Margin calls

Door Basel 3 stellen banken striktere eisen en brengen hogere kosten in rekening bij het aangaan van rentederivaten. Een woningcorporatie kan deze extra kosten beperken en bovendien het concurrentieveld en spectrum van mogelijke banken als leverancier verbreden wanneer zij bereid is om in bepaalde omstandigheden onderpand te storten. Dit gebeurt meestal op basis van ISDA documentatie (een internationale raamwerkovereenkomst) die is aangevuld met een CSA (Credit Support Annex). In deze CSA wordt onder meer geregeld hoeveel, hoe frequent en welk onderpand er over en weer moet worden geboekt tussen bank en woningcorporatie. Een belangrijk aandachtspunt is de hoogte van het drempelbedrag. Als het dat bijvoorbeeld 100 miljoen euro is, dan zal de bank geen onderpand (margin calls) eisen, zolang de marktwaarde van de derivaten onder het drempelbedrag blijft. Daalt de marktwaarde naar bijvoorbeeld 120 miljoen euro negatief, dan zal de woningcorporatie 20 mil-

Met rentederivaten kun je uitstekend renterisico's managen

OPINIE

Ans Wouters,
Wouters Makelaars

QE door de achterdeur

Mario Draghi, de nieuwe president van de Europese bank, verklaarde begin december 2011 dat de ECB geen Europees schuld papier aankoopt en dat dat ook niet binnen het mandaat van de bank past. Dit is echter in tegenspraak met de feiten. Enkele dagen later verklaarde Draghi aan banken binnen de Europese Unie onbeperkt liquiditeit te zullen verschaffen via LTRO's (long term refinancing operations) tegen het lage rentetarief van 1 procent. Dat zal de ECB mogelijk om de twee maanden doen gedurende drie jaar, dus zes keer per jaar. Om welk bedrag het in totaal gaat, bleek op 21 december 2011 toen bekend werd dat 523 banken gebruik maakten van deze faciliteit en in totaal 489 miljard euro leenden. Ervan uitgaande dat dit scenario de komende drie jaar op deze manier zal worden voortgezet, zal er aan het eind van deze termijn in totaal 8,8 biljoen euro zijn uitgeleend. Met de nieuw verworven liquiditeit kopen de banken schuld papier op van probleemlanden, zoals Italië, Spanje, Portugal, et cetera. Hierbij hebben zij de mogelijkheid deze obligaties als onderpand (collateral) aan de ECB te verstrekken. Een eenvoudige rekensom leert dat wanneer de banken tegen 1 procent bij de ECB lenen, het uitlenen aan genoemde landen tegen gemiddeld 5 procent plaatsvindt en als ze dit zes keer per jaar zouden kunnen herhalen, dan kunnen er winsten worden behaald van zes maal 4 procent, is 24 procent. Hierover zullen ongetwijfeld afspraken zijn gemaakt tussen ECB en de banken. De eerste tranches zullen deels worden gebruikt voor herfinancieringen van de banken zelf, maar een deel zal zonder twijfel worden gebruikt om staatsobligaties op te kopen van de Europese probleemlanden. Dit laatste deel zal in de komende drie jaar in omvang toenemen. Dat wordt nu nog ontkend door woordvoerders van enkele banken. Het beleid vertoont grote overeenkomsten met het beleid van de Amerikaanse centrale bank, de Fed. Deze hanteert opkoopprogramma's van Amerikaans schuld papier, QE1 en QE2 (QE: quantitative easing of kwantitatieve verruiming), met dit verschil dat de ECB de Europese banken als tussenpersoon laat fungeren. Waarschijnlijk om aan Duitse politieke gevoeligheden tegemoet te komen. Het is te hopen dat de banken bereid zullen zijn of bereid zullen worden gevonden

den om met een deel van de nieuw verworven middelen de 'gewone economie' te stimuleren en ook leningen te verstrekken aan industrie en bedrijfsleven. Het is eveneens te hopen dat hierover vooroverleg heeft plaatsgevonden tussen de ECB en banken.

Ook de commerciële en private vastgoedmarkt zijn sterk afhankelijk van de bereidwilligheid van kredietverstrekkers. Het dieptepunt in het volume aan vastgoedbeleggingen in 2011 hangt zeker gedeeltelijk samen met mogelijkheden tot financiering. De vastgoedmarkt kan een financiële impuls goed gebruiken. Banken moeten daarom worden overtuigd van de soliditeit van de (onder)panden en dat leningen worden verstrekt tegen redelijke voorwaarden, lees aanvaardbare opslagen. De banken en de vastgoedwereld vormen een belangrijk deel van de ruggengraat van de economie. En de economie zal niet kunnen functioneren zonder een gezonde ruggengraat. Het is ook in het belang van de geldverstrekkers, dat er een goed renderende vastgoedmarkt bestaat. Zowel de woningmarkt als ook de commerciële markt hebben geld nodig, maar ook de banken hebben een gezonde markt in 'stenen' nodig.

Een belangrijke taak voor de vastgoedwereld in 2012 is de banken overtuigen van de noodzaak van hypotheekverstrekking. Een zwaarwegende opdracht voor alle betrokken partijen. Gezien de dreiging van de naderende inflatie, mede veroorzaakt door deze 'achterdeurcreatie van geld', zal vastgoed een solide verzekering bieden tegen dit fenomeen.

In bredere zin zal het programma van de ECB een inflatoire werking hebben op de middellange termijn. Verruiming door de voordeur of de achterdeur, het maakt geen verschil en het resultaat zal hetzelfde zijn. En zoals de Angelsaksen zeggen: het blijft ook kicking the can down the road.

REACTIES NAAR
a.wouters@woutersmakelaars.nl



Illustratie: Hans Sprangers