

Markt voor onderhandse derivaten in korte tijd sterk gekrompen

De mondiale markt voor onderhandse derivaten - niet gestandaardiseerd verhandeld op de beurs maar in maatwerkcontracten tussen grote partijen - is sinds de tweede helft van 2008, na meerdere jaren van hoge groei, sterk gekrompen. Het totaal aan uitstaande posities van Nederlandse banken daalde in een jaar tijd met de helft (51%) tot circa USD 12.000 miljard medio 2009.¹ Rentederivaten vormen met een nominale waarde van USD 9.000 miljard in Nederland het grootste deel van de onderhandse derivatenmarkt, gevolgd door valutaderivaten en kredietderivaten. Vooral bij de kredietderivaten was de daling relatief groot (79%). Dit artikel gaat nader in op de gevolgen van de kredietcrisis voor de activiteit van Nederlandse banken op de mondiale markt voor onderhandse derivaten.

Marktomvang

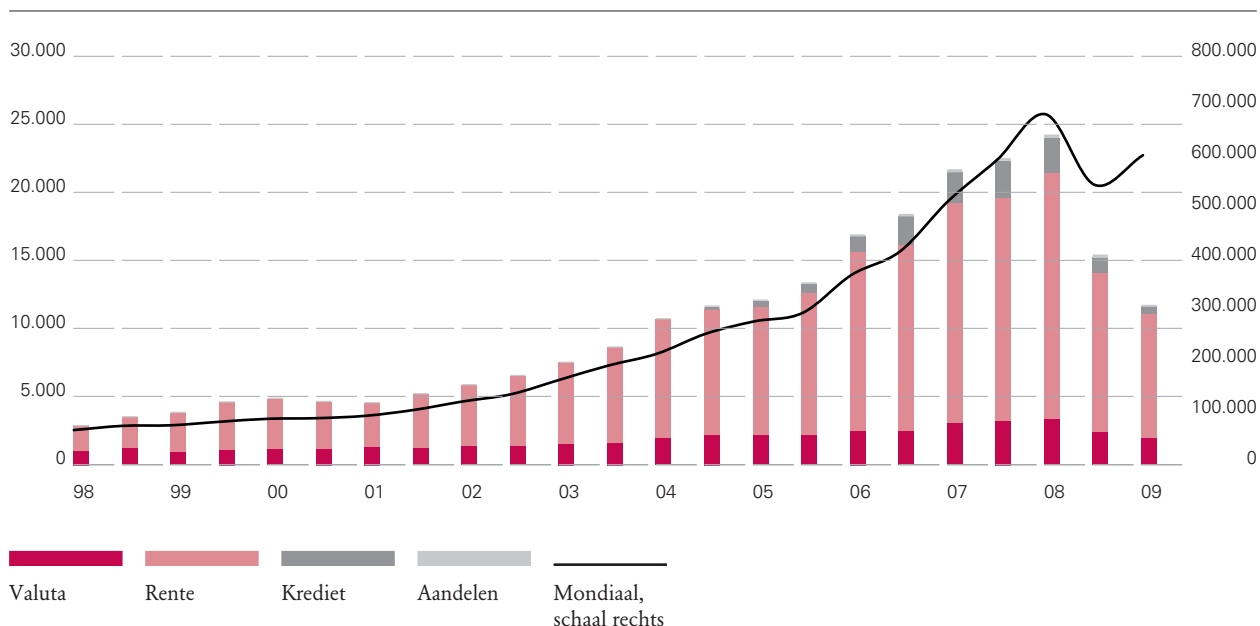
Voor de omvang van onderhandse derivatenmarkten op een bepaald tijdstip kan men onder andere kijken naar de onderliggende, nominale waarden van uitstaande contracten. Medio 2009 bedroeg die voor Nederlandse banken ongeveer USD 12.000 miljard, zo'n 2% van de mondiale derivatenmarkt. De onderhandse derivatenmarkt was tot medio 2008 wereldwijd sterk gegroeid,

ook in Nederland, waar sinds medio 2005 de groei gemiddeld 23% per jaar had bedragen. Vanaf de tweede helft van 2008 nam de omvang van de markt echter overall, mede onder invloed van de financiële crisis, sterk af (grafiek 1). In Nederland deed zich tussen juni 2008 en juni 2009 een krimp voor van maar liefst 51%. In absolute termen manifesteerde deze daling zich in Nederland het sterkst bij rentederivaten (-/- USD 9.000 miljard), terwijl kredietderivaten in relatieve zin het sterkst daalden (-/- 79%). Een deel van deze daling kan worden verklaard door het uiteenvallen van ABN AMRO eind 2008. Hierdoor kwamen de afgesloten onderhandse derivaten van verschillende bedrijfsonderdelen niet meer voor in de Nederlandse derivatenstatistieken. Dit kan gedeeltelijk een verklaring vormen voor het feit dat de markt voor onderhandse derivaten in Nederland in de eerste helft van 2009 nog niet is aangetrokken zoals elders in de wereld, waar de groei zich al weer herstelde tot 10%.

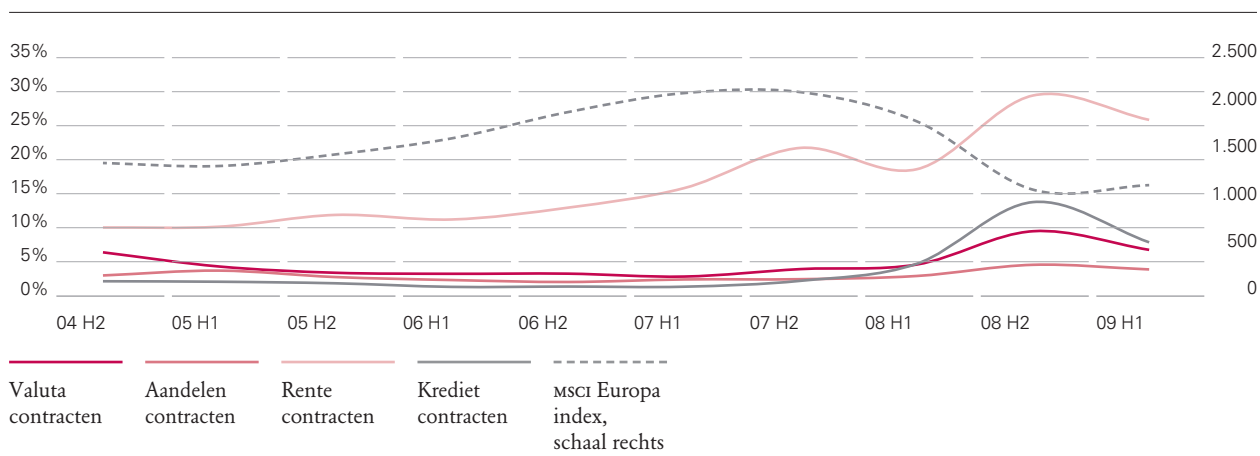
Het grootste deel van de onderhandse derivatenmarkt heeft betrekking op rentecontracten (grafiek 1). Deze markt is tussen medio 2003 en medio 2008 met ongeveer een factor drie gegroeid. Ook de markt voor kredietderivaten (Credit Default Swaps) is in de jaren voorafgaand aan de financiële crisis sterk gegroeid. Een

Grafiek 1 Nominale waarde onderhandse derivaten Nederlandse banken (schaal links) en marktomvang wereldwijd (schaal rechts).

Cijfers over kredietderivaten beschikbaar sinds medio 2004, in USD miljard



Grafiek 2 Marktwarde van onderhandse derivaten Nederlandse banken (als percentage van de nominale waarde, schaal links) en de koersontwikkeling van de msci Europa index (schaal rechts).



Credit Default Swap (CDS) is een soort verzekeringscontract, waarbij de verzekeringsnemer (de kopende partij van de CDS) tegen betaling van een periodieke premie het risico dat een debiteur in gebreke blijft, overdraagt aan de verkopende partij. De door Nederlandse banken afgesloten contracten hadden medio 2005 een omvang van ongeveer USD 400 miljard; drie jaar later was dit ruim verzesvoudigd tot meer dan USD 2.500 miljard. Deze sterke groei werd mede gestimuleerd door het groeiende gebruik van securitisaties om het kredietrisico op een lening via een CDS over te dragen aan andere partijen. Het opdrogen van de securitisatiemarkt in de loop van 2008 heeft er toe bijgedragen dat de handel in kredietderivaten vanaf de tweede helft van 2008 snel terug liep. Ook het toegenomen gebruik in de markt van handelsverevening, door bijvoorbeeld gespecialiseerde bedrijven die handelaren in derivaten helpen bij het bepalen van een netto positie uit grote aantallen vorderingen op en verplichtingen aan een tegenpartij, heeft een negatief statistisch effect gehad op de omvang van de markt voor kredietderivaten. In 2008 heeft er wereldwijd voor ongeveer USD 30.000 miljard aan handelsverevening plaatsgevonden door het tegen elkaar wegstrepen van kredietderivaten.²

Een derivaat is een instrument waarvan de waarde een afgeleide (derivaat) is van de waarde van een andere vermogenstitel, de zogenaamde onderliggende waarde. De waardering van derivaten is een complexe zaak, maar één van de determinanten van hun prijs is de beweeglijkheid van de prijs van de onderliggende waarde. Hoe groter deze beweeglijkheid, hoe hoger de waarde van het derivaat. Duidelijk geldt dat voor bijvoorbeeld onderhandse derivaten die betrekking heb-

ben op aandelen zoals opties of forwards (grafiek 2). Zij hebben relatief de hoogste marktwarde ten opzichte van het uitstaande bedrag door de grote beweeglijkheid van aandelenkoersen. Met name sterke onzekerheid of nervositeit op de beurzen kan de relatieve marktwarde van een aandelenderivaat opstuwten.

Toen bijvoorbeeld de MSCI Europa index, samengesteld uit de belangrijkste Europese beursindices, vanaf begin 2008 begon te dalen, ging dat gepaard met een sterke stijging van de marktwarde van onderhandse aandelenderivaten.³ In deze periode liep de marktwarde van verschillende soorten derivatencontracten, onder invloed van de toegenomen volatiliteit op de financiële markten, snel op.

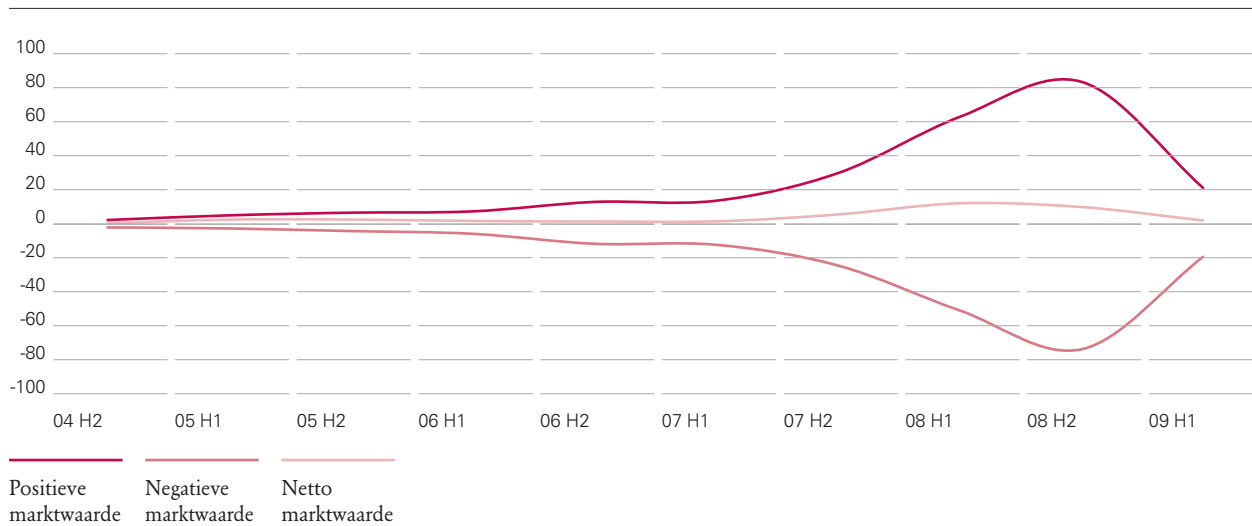
Kredietderivaten

De bruto marktwarde van de door Nederlandse banken aangehouden Credit Default Swaps (CDS) verzesvoudigde van USD 24 miljard ultimo 2006 naar USD 156 miljard ultimo 2008. Wereldwijd was de groei van de markt voor CDS nog eens bijna twee keer zo groot (factor elf). Sinds medio 2008 is de marktwarde van de door Nederlandse banken aangehouden CDS, mede onder invloed van een stilvallende securitisatiemarkt, sterk gedaald.

CDS verhandelen Nederlandse banken vrijwel uitsluitend met andere Nederlandse en buitenlandse banken (medio 2009 88%). Overige tegenpartijen betreffen onder andere niet-bancaire vennootschappen zoals SPV's (zoals securitisatie vehicles) en SPE's (zoals postbus maatschappijen) (8%). De totale bedragen waarvoor

Grafiek 3 Marktwarde van Credit Default Swaps voor Nederlandse banken

USD miljard



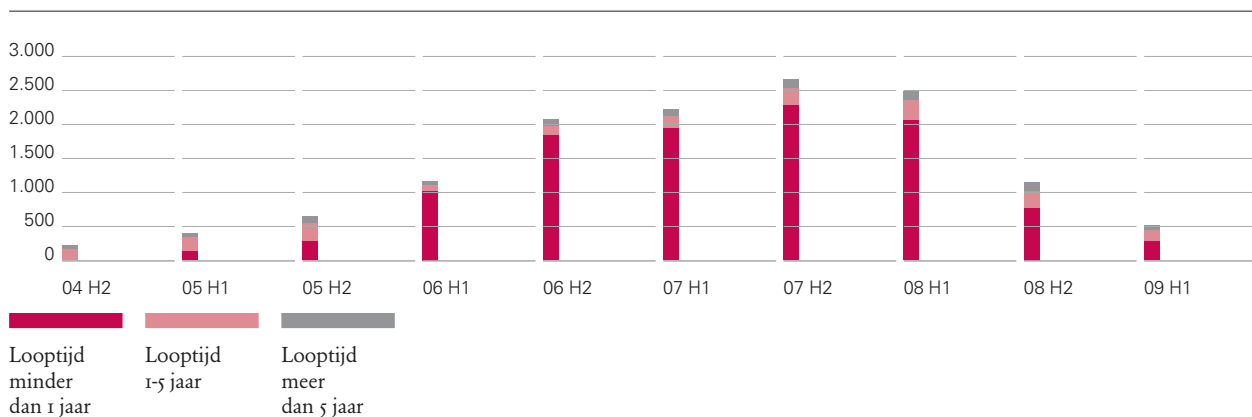
de Nederlandse bancaire sector CDS koopt en verkoopt zijn grotendeels met elkaar in evenwicht. Een groot deel van de kredietrisico's die Nederlandse banken via CDS op zich nemen, worden afgedekt door de verkoop van kredietrisico's aan andere financiële partijen, het saldo is dus relatief klein. Positieve en negatieve marktwaardes van de portefeuille van Credit Default Swaps van de Nederlandse banken zijn grotendeels met elkaar in evenwicht (grafiek 3). Dit zegt natuurlijk niets over posities van individuele instellingen, er zullen instellingen zijn die per saldo kredietrisico hebben verkocht, en omgekeerd.

De door Nederlandse banken afgesloten CDS hebben doorgaans een resterende looptijd tot en met één

jaar (grafiek 4). Overwegend in die categorie deed zich tussen 2005 en 2009 ook de groei en krimp voor van de nominale waarde van de verhandelde CDS. De nominale waarde van de CDS met een resterende looptijd tot één jaar liep tussen medio 2008 en medio 2009 met ongeveer USD 1.800 miljard (87%) terug. Deze daling was voor contracten met een resterende looptijd van meer dan 5 jaar 44%, dus zowel in absolute als in relatieve zin beperkter. Mogelijk werden financiële instellingen als eerste bij het verlengen van hun binnenkort aflopende contracten geconfronteerd met een verminderde interesse van tegenpartijen in een markt met toenemende onzekerheid.

Grafiek 4 Nominale waarde Credit Default Swaps Nederlandse banken naar resterende looptijd

USD miljard



Tabel 1 Nominale waarde onderhandse rentederivaten van Nederlandse banken naar resterende looptijd

USD miljard

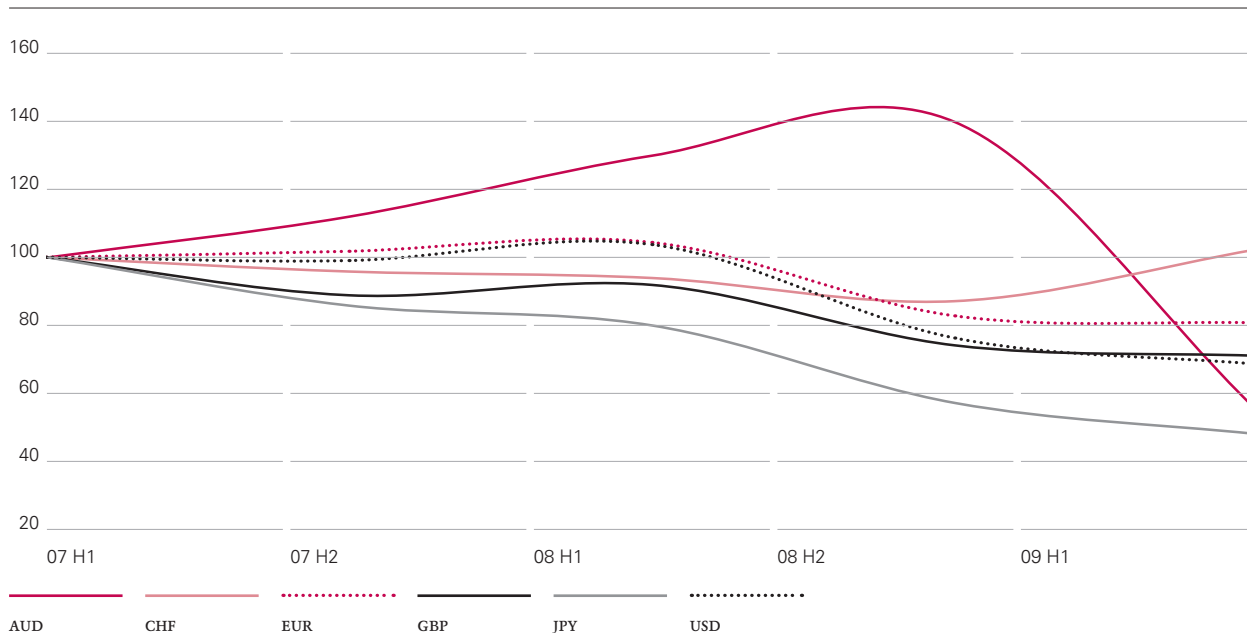
Rente derivaten	2007 H 1	2007 H 2	2008 H 1	Jaargroei % 2007 H 1 - 2008 H 1	2008 H 2	2009 H 1	Jaargroei % 2008 H 1 - 2009 H 1
Forward Rate Agreement	706	891	1.002	42	1.567	1.172	17
Renteswap	14.040	14.035	15.422	10	8.935	6.927	-55
Gekochte opties	688	723	801	16	555	472	-41
Verkochte opties	696	781	870	25	602	496	-43
Totaal	16.130	16.430	18.094	12	11.660	9.068	-50
Resterende looptijd %							
Tot en met 1 jaar	42	35	34		38	41	
1 tot en met 5 jaar	49	55	55		46	41	
meer dan 5 jaar	9	10	11		16	18	

Rentederivaten

Onderhandse rentederivaten vormden per medio 2009 met iets meer dan USD 9.000 miljard aan uitstaande contracten het grootste deel van de markt voor onderhandse derivaten. Ongeveer driekwart betreft renteswaps. Bij een renteswap ruilen twee partijen periodieke rentebetalingen die gebaseerd zijn op rentepercentages in één

en dezelfde valuta. Op deze manier verzekeren vooral grote partijen zich tegen verliezen als gevolg van stijgende of dalende rentetarieven. Het gaat daarbij om een zeer liquide markt. Tussen medio 2008 en medio 2009 kromp de Nederlandse markt voor renteswaps met USD 8.500 miljard (55%, zie tabel 1), deels overigens door de ontmanteling van ABN AMRO eind 2008. Ook mondiaal toonde de markt voor onderhandse rentederivaten van

Grafiek 5 Het gebruik van diverse valuta's in onderhandse valutaderivaten van Nederlandse banken (medio 2007 = 100)



af de tweede helft van 2008 een dalende trend, hoewel deze daling niet zo scherp was (16% tussen medio en ultimo 2008) als voor de Nederlandse banken.

Meer dan de helft van de renteswaps van de Nederlandse banken is afgesloten in euro's. Na de euro zijn de meest voorkomende valuta de Amerikaanse dollar (17%) en het Britse pond (6%). Van de door Nederlandse banken afgesloten renteswaps had 94% een financiële instelling als tegenpartij.

Valutaderivaten

Na rentederivaten zijn valutaderivaten de categorie waarin Nederlandse banken het meest (onderhands) handelen. Medio 2009 stond voor ongeveer USD 2.000 miljard uit aan valutaswaps, het meest verhandelde valutaderivaat. De Amerikaanse dollar bleef de meest gebruikte munt in valutaswaps, gevolgd door de euro en het Britse pond. De markt voor valutaderivaten is sinds medio 2008 met ongeveer 33% in omvang gedaald. Gecorrigeerd voor wisselkoerseffecten was er sinds medio 2007, op de Zwitserse frank na, minder handel in valutaswaps voor alle grote valuta (grafiek 5).

Deze terugval bij de valutaderivaten kan voor een deel worden verklaard door de terugval bij andere derivaten zoals renteswaps, waar banken vaak tegelijk valutaswaps bij afsluiten om het wisselkoersrisico wat ze erover lopen af te dekken.⁴ Sinds medio 2007 is vooral de nominale marktomvang van valutaswaps in de Australische dollar en de Japanse yen sterk gedaald. Een mogelijke oorzaak hiervan kan zijn dat deze munten tot medio 2008 veel werden gebruikt voor carry trades. Hierbij leent een investeerder geld in een land waar de rente relatief laag staat (de funding currency), dat vervolgens geïnvesteerd wordt in een land waar de rente hoger staat (de target currency). Het aandeel van de Japanse yen en Australische dollar in de nominale waarde van valutaswaps is overigens beperkt (samen 6%), het overgrote deel staat uit in Amerikaanse dollars en euro's (samen 70%).

1 Om vertekeningen door wisselkoerseffecten te vermijden zal de onderhandse derivatenmarkt in dit artikel in USD worden beschreven

2 In de eerste helft van 2009 verdween door handelsverevening voor 9000 miljard dollar aan cds (reuters.com)

3 De daling van de marktwaarde van aandelencontracten ten opzichte van de nominale waarde begin 2008 komt grotendeels overeen met een kortstondige opleving van de beurzen tussen februari en juni 2008.

4 'Statistical Annex Derivatives markets' BIS Quarterly review, September 2009

