

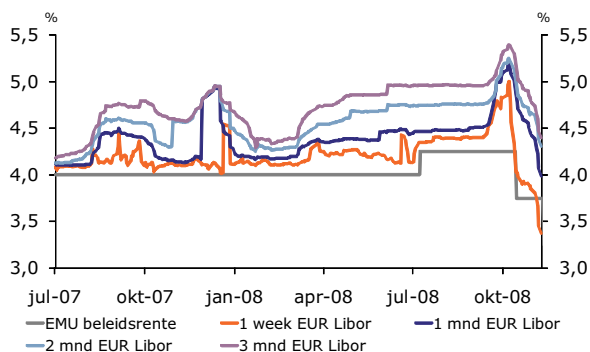


Rabobank

Een (in)greep uit de staatskas?

Afgelopen zomer 'vierde' de kredietcrisis haar eerste verjaardag. Van een feestje was geen sprake. Integendeel, de kredietcrisis kreeg in de laatste maanden een steeds grimmiger karakter. Moesten de centrale banken al eerder ingrijpen om een volledig vastlopen van de geldmarkten te voorkomen, in de loop van dit jaar moesten alle registers worden opengetrokken om een systeemcrisis te voorkomen. Met de maatregelen van centrale banken en overheden zijn vele miljarden euro's gemoeid. Niet alle maatregelen leiden echter direct tot uitgaven. Daarom is het goed een onderscheid te maken tussen de verschillende maatregelen van centrale banken en overheden. Deze worden in dit Themabericht toegelicht.

Figuur 1: Interbancaire geldmarkt op slot



Bron: Bloomberg

Wantrouwen is troef

Ruim een jaar geleden sloeg de Amerikaanse hypotheekcrisis over op de kredietmarkten. Twijfel onder beleggers over de waarde van kredietproducten waarin de Amerikaanse hypotheek verpakt zijn, zorgde ervoor dat de kredietmarkten grotendeels opdroogden. De problemen staken als eerste de kop op bij de Amerikaanse zakenbank Bear Stearns die twee van haar beleggingsfondsen failliet zag gaan door investeringen in de risicovolle kredietproducten. Ook andere banken hebben gebruik gemaakt van investeringsvehikels voor de overdracht van kredietrisico's. De problemen bij Bear Stearns leidden ertoe dat banken uit

voorzorg geld gingen 'hamsteren'.¹ Dit resulteerde in fors oplopende rentes in de interbancaire geldmarkt en het opdrogen van de liquiditeit in bijna alle looptijdsegmenten langer dan enkele dagen (figuur 1).

De eerste ingreep in de geschiedenis van deze crisis kwam dan ook van de centrale banken.² Door zogenaamde 'fine-tuning'-transacties heeft de ECB geprobeerd de liquiditeitsverhoudingen in de markt te beheersen om de rente-effecten van het acute tekort aan liquiditeit in de interbancaire geldmarkt te egaliseren. Deze 'fine-tuning'-transacties maken onderdeel uit van de open-marktoperaties, één van de belangrijkste monetaire beleidstransacties van de ECB. Open-markttransacties zijn leningen (tegen onderpand) aan banken, om te kunnen voorzien in hun behoefte aan geld. De 'fine-tuning'-transacties geven de ECB de mogelijkheid om, naast de gebruikelijke herfinancieringstransacties, snel en effectief in te spelen op een onvoorziene toe- of afname van liquiditeiten op de geldmarkt, die kunnen leiden tot ongewenste veranderingen van de rente.³ De centrale bank heeft op die manier de geldmarkt op verschillende momenten van grote bedragen aan extra liquiditeit voorzien. De verstrekte middelen vonden gretig aftrek, maar bleken geen wondermiddel om het vertrouwen en de doorstroming op de geldmarkt te herstellen. Begin oktober van dit jaar stond het 3-maands Europees interbancaire geldmarkttarief op bijna 5,4%, het hoogste niveau sinds het uitbreken van de crisis. De ECB heeft doorgaans als doel de rente op de interbancaire geldmarkt zo dicht mogelijk bij de minimale inschrijvingsrente voor basis-herfinancieringstransacties te houden. Die bedroeg op dat

¹ Één jaar kredietcrisis in perspectief, DNB Kwartaalbericht september 2008

² Het Themabericht 'ECB in actie: Centraal bankieren in roerige tijden' (2007/29) geeft een uitgebreid overzicht van het ingrijpen van de ECB in de eerste maanden van de kredietcrisis.

³ www.dnb.nl

moment nog 4¼%.

Hoewel de ECB door middel van de 'fine-tuning'-transacties wist te voorkomen dat de geldmarkt geheel opdroogde, slaagde zij er dus niet in de marktrente weer terug te brengen tot normale niveaus. Het aanhoudende verschil tussen de minimale inschrijvingsrente en de geldmarktrente is vermoedelijk een belangrijke reden geweest voor de ECB op 8 oktober jl. om de beleidsrente (refirente) met 50 basispunten te verlagen tot 3¾% in een gecoördineerde actie met zes andere centrale banken waaronder de Amerikaanse *Federal Reserve*. De Amerikaanse centrale bank reageerde al eerder met agressieve renteverlagingen, maar waarschijnlijk speelde bij die eerdere beslissingen van de Fed ook mee dat de zwaar in de problemen geraakte Amerikaanse banken een helpende hand moest worden toegestoken. Terwijl voor de ECB de beslissing om het officiële rentetarief voor het eerst sinds het uitbreken van de crisis te verlagen tot 3¾% een keerpunt betekent, is de Amerikaanse rente inmiddels gedaald van 5¼% in augustus vorig jaar tot 1% nu. Op 6 november verlaagde de ECB haar officiële rentetarief opnieuw met 50 basispunten tot 3¼%.

Nieuwe reeks maatregelen

De roep om het ingrijpen van overheden en centrale banken is luid en duidelijk, want de markt slaagt er vooralsnog zelf niet in om het vertrouwen te herstellen. In de laatste maanden is juist sprake van een verheviging van de financiële crisis. Uitzonderlijke omstandigheden vragen om uitzonderlijke maatregelen om te voorkomen dat het risico van ongewenste effecten op de reële economie en de financiële sector verder toenemen. Volgend op de gecoördineerde renteverlaging heeft de ECB dan ook besloten de wekelijkse door de banken gevraagde liquiditeit volledig toe te wijzen tegen de vaste rente (nu 3¼%).⁴ Daarnaast is

⁴ In de normale marktomstandigheden worden wekelijkse herfinancieringstransacties door middel van variabele-rentetenders uitgevoerd met een minimale inschrijvingsrente. De ECB bepaalt hoeveel liquidi-

de bandbreedte tussen het tarief op de marginale beleningsfaciliteit en dat op de depositofaciliteit niet langer de gebruikelijke 200 basispunten, maar nog slechts 100 basispunten.⁵ De maatregelen zijn bedoeld om de geldmarkrentes te stabiliseren en het financiële systeem tegen lagere tarieven van liquiditeit te voorzien. Ze zullen van kracht zijn zolang dat nodig is, maar in ieder geval tot 20 januari 2009. De recente maatregelen zijn illustratief voor de aanhoudende onrust op de financiële markten.

Ook de overheid grijpt in

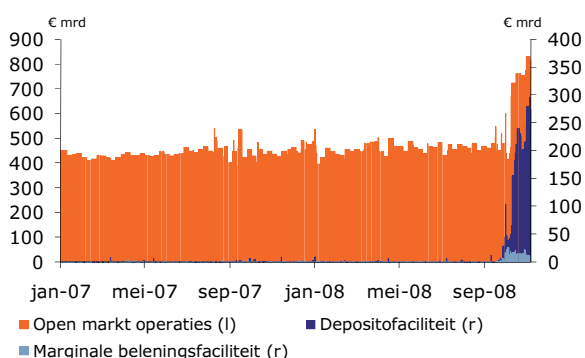
Wegens gebrek aan vertrouwen tussen banken onderling duurt de schaarste aan liquiditeit nu al langer dan een jaar. De uitgebreide liquiditeitsverschaffing door de centrale banken wereldwijd in het afgelopen jaar heeft niet kunnen voorkomen dat het liquiditeitsprobleem alsnog een solvabiliteitsprobleem is geworden. Banken hebben wereldwijd sinds het begin van de crisis voor ruim \$693 miljard moeten afschrijven als gevolg van de onrust op de financiële markten. Om hun kernkapitaal te versterken, slaagden banken er – met hulp van overheden – in om in dezelfde periode circa \$711 miljard aan te trekken. Mede door de aanhoudende verliezen bij de financiële instellingen is het sentiment op de financiële markten desondanks alleen maar volatieler en erg

teiten beschikbaar worden gesteld. Bij een variabele-rentetender worden de inschrijvingen met de hoogste rente als eerste toegewezen, gevolgd door die met de laagste rente, totdat het hele bedrag aan te verschaffen liquiditeiten is uitgeput.

⁵ Met deze zogenaamde permanente faciliteiten worden op initiatief van banken liquiditeiten met een looptijd tot de volgende ochtend verstrekt (marginale beleningsfaciliteit) en aangetrokken (depositofaciliteit). In vergelijking met de geldmarktrente zijn de rentetarieven op deze permanente faciliteiten doorgaans ongunstig. In normale marktomstandigheden is de vergoeding op de depositofaciliteit 1%-punt lager dan de herfinancieringsrente, terwijl de rente die op de marginale beleningsfaciliteit betaald moet worden 1%-punt hoger ligt. Hierdoor dienen deze faciliteiten slechts om in uitzonderlijke omstandigheden liquiditeiten te verschaffen of aan te trekken. Banken hebben tijdens de invoering van de euro in 1999 en de overgang naar het nieuwe millennium veelvuldig tijdelijk gebruik gemaakt van deze faciliteiten.

onzeker geworden. De val van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers en Fortis afgelopen september heeft het wantrouwen in ernstige mate verder vergroot en zorgde voor een nieuwe golf van paniek op de financiële markten. Beleggers vluchtten massaal naar schatkistpapier, waarbij ze zelfs bereid waren om even geen rentevergoeding te accepteren. Sinds het begin van de crisis ging de financiële sector binnen de S&P 500 met 54% fors onderuit. Ruim driekwart van het koersverlies werd in de afgelopen anderhalve maand gerealiseerd. In Europa is de verzwakte positie van het bankwezen zichtbaar in de aandelenkoersen van financiële instellingen die sinds het uitbreken van de crisis met ruim 40% zijn gedaald.

Figuur 2: Centrale bank als sluitpost



Bron: ECB

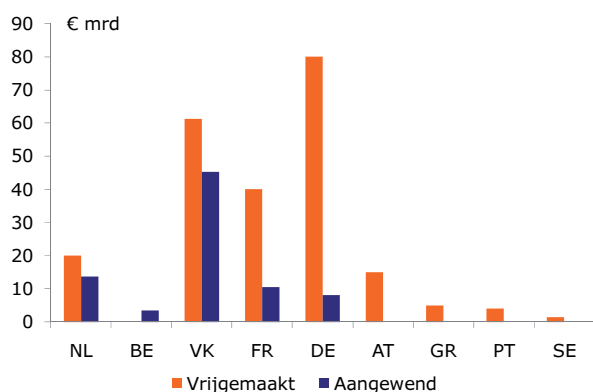
Eerdere afschrijvingen en de recente koersval van financiële aandelen hebben forse gaten geslagen in de balansen van banken. In reactie op de toegenomen financiële turbulentie hebben de overheden van de lidstaten van de Europese Unie afgesproken om wanneer dat nodig is financiële ondernemingen te ondersteunen, onder meer door herkapitalisatie. Bij herkapitalisatie wordt kapitaal verstrekt aan financiële ondernemingen die zo hun kernkapitaal kunnen versterken. Dat kernkapitaal dient als buffer in mindere tijden en levert daarmee een belangrijke bijdrage aan het vertrouwen in financiële ondernemingen. De vorm waarin het kapitaal wordt verstrekt varieert van achtergestelde leningen, speciale kernkapitaal *securities*

en preferente aandelen. In de laatste weken hebben de Europese overheden €227 miljard vrijgemaakt om te interveniëren. Daarvan is tot dusver €81 ook daadwerkelijk aangewend (figuur 3).

Aan de maatregelen hangt wel een prijskaartje, variërend van 400 basispunten boven de risicovrije rente (ongeveer 7¼%) en 12%. Daarmee is het voor de bank zeker geen goedkope oplossing. Bovendien worden in veel gevallen eisen gesteld aan de bonussen en salarissen van bestuurders en de samenstelling van het management. De (financiële) voorwaarden zijn erop gericht de kosten van de interventies voor de belastingbetaler zoveel mogelijk te beperken. De kapitaalinjecties moeten worden onderscheiden van de eerdere nationalisaties van onder meer het Britse Northern Rock en de Nederlandse activiteiten van Fortis. Bij een nationalisatie neemt de overheid de volledige controle over. Bestaande aandeelhouders worden uitgekocht of het aandelenkapitaal wordt zodanig verwaterd dat een meerderheidsbelang voor de staat overblijft. Aandeelhouders draaien zo op voor het risico bij de in de problemen geraakte bank. Ondanks de maatregelen van centrale banken en overheden blijft het probleem bestaan dat banken nauwelijks nog onderling geld uitlenen. Het opdrogen van de markten voor leningen zonder onderpand zorgt voor aanhoudende liquiditeitsproblemen bij financiële instellingen. Daarmee neemt ook de potentiële schade aan de reële economie toe, met name als gevolg van een terugval in de kredietverlening aan bedrijven en particulieren. De Nederlandse overheid heeft daarom een staatsgarantie in het leven geroepen voor de uitgifte van middellang schuldpapier door banken met een looptijd van minimaal 3 en maximaal 36 maanden. Voor kortere looptijden kunnen banken terecht bij de liquiditeitsfaciliteiten van de ECB, zoals hierboven besproken. Anders dan de kapitaalinjecties is de garantstelling op zichzelf niet bedoeld om de solvabiliteit van banken te verbeteren. Alleen banken die over voldoende kapitaalbuffers beschikken kunnen gebruik

maken van de garantieverlening. De overheid hoopt met de garantstelling de liquiditeitsproblemen bij banken aan te pakken ter bescherming van de kredietverlening aan bedrijven en particulieren. Banken betalen voor de garantie in beginsel een premie van 50 basispunten boven de gemiddelde kredietrisicopremie uit het verleden of een vaste premie van 50 basispunten voor leningen met een looptijd tot een jaar. De garantstelling heeft een omvang van €200 miljard. Pas wanneer van de garantie gebruik wordt gemaakt en deze ook daadwerkelijk wordt aangesproken, zal de maatregel tot uitgaven leiden.

Figuur 3: Kapitaalinjecties Europese overheden



Bron: Ministerie van Financiën

Gevolgen voor de overheidsfinanciën

De kosten en opbrengsten van interventies in de financiële sector en de garantiepremies en mogelijke schade-uitkeringen uit hoofde van de garantieregeling voor bancaire leningen komen direct ten laste of ten gunste van de staatsschuld. De begrotingsregels zijn aangepast, zodat bij het bereiken van de signaalwaarde van een begrotingssaldo van -2% BBP bij een van de genoemde garantieregelingen geen bezuinigingsmaatregelen zullen worden getroffen (dat geldt niet voor het reguliere begrotingsproces). De nationalisatie van Fortis/ABN AMRO en de kapitaalinjecties hebben geen (rechtstreekse) gevolgen voor het begrotingssaldo. Wel zorgen ze voor een toename van de overheidsschuld. Daardoor neemt de financieringslast van de overheid

toe. Deze heeft wél invloed op het begrotingssaldo. Het is maar zeer de vraag of de gunstige voorwaarden waartegen het kapitaal aan banken is verstrekt opwegen tegen de hogere rentelasten op de staatsschuld. De omvang van die laatste is immers veel groter dan de kapitaalverstrekkingen aan banken. De rente- en dividendstromen dragen daarentegen positief bij aan het begrotingssaldo.

Tot besluit

Extra liquiditeitsverstrekking, kapitaalverstrekking en de garantstelling door de overheid van interbancaire leningen lijken hun vruchten af te werpen. De eerste voorzichtige tekenen van ontspanning op de geldmarkt doken de laatste dagen op. De situatie op de interbancaire geldmarkt voor leningen met kortere looptijden, zoals die van een week, is teruggekeerd naar niveaus van voor de crisis. Hoewel de rente op interbancaire leningen met een langere looptijd nog steeds op een relatief hoog niveau ligt, daalde het 3-maands Europees interbancaire geldmarkttarief in iets meer dan een maand van 5,4% tot 4,4%.

In tegenstelling tot de liquiditeitssteun van de centrale banken die hun rentetarieven wereldwijd hebben verlaagd, hangt aan de kapitaalinjecties en garanties door Europese overheden een fors prijskaartje. Daarmee is een prikkel ingebouwd om de duur van de overheidsmaatregelen en de financiële risico's voor de belastingbetaler te beperken. Bij een spoedig herstel van de financiële markten neemt zo bovendien de kans toe dat de overheidsinterventies per saldo gunstig uitvallen voor de schatkist.

november 2008

Anke Struijs (030 - 2165166)
A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl

Danijela Piljic (030 - 2131104)
D.Piljic@rn.rabobank.nl
www.rabobankgroep.nl/kennisbank