

Financiële instellingen en bedrijven geven minder schuldpapier uit in 2010

Nederlandse financiële instellingen, bedrijven en de overheid gaven het afgelopen jaar voor EUR 66 miljard aan schuldpapier uit. Dit was een sterke daling ten opzichte van 2009 toen per saldo nog voor EUR 115 miljard aan schuldpapier werd uitgegeven. Banken en daaraan gelieerde special purpose vehicles gaven samen voor EUR 39 miljard aan schuldpapier uit, minder dan half zo veel als in 2009 (EUR 92 miljard). In tegenstelling tot 2009 maakten banken hierbij geen gebruik van de garantieregeling opgezet door de overheid. De netto uitgifte door Nederlandse banken was desondanks relatief hoog vergeleken met de rest van het eurogebied. Het door Nederlandse banken uitgegeven schuldpapier werd volledig gekocht door buitenlandse beleggers, waarmee hun aandeel in het totaal uitstaande schuldpapier van Nederlandse banken op ruim 90% kwam. Het buitenlandse bezit van schuldpapier uitgegeven door de Nederlandse overheid nam daarentegen af doordat de overheid (kortlopend) geldmarktpapier afloste. Zowel het geldmarktpapier uitgegeven door de overheid als door banken was vrijwel volledig in buitenlandse handen. De door de overheid uitgegeven (langlopende) obligaties werden voornamelijk gekocht door Nederlandse banken, pensioenfondsen en verzekeraars. Zowel de overheid als de banken gaven obligaties uit met een gemiddeld langere looptijd als vorig jaar en verminderden bovendien het aandeel geldmarktpapier als percentage van het totaal uitstaande schuldpapier. Desondanks is de omvang van het door de Nederlandse overheid en de Nederlandse banken gezamenlijk in 2011 te herfinancieren schuldpapier (37 procent van het BBP) na Frankrijk en Ierland het hoogst binnen het eurogebied.

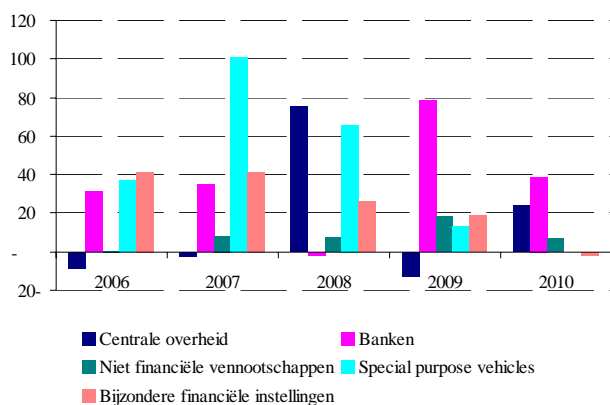
Inleiding

De overheid, banken en bedrijven trekken een deel van hun financiering aan door schuldpapier uit te geven: obligaties (met een looptijd langer dan een jaar) en geldmarktpapier (looptijd korter dan een jaar). Voor de overheid vormt dit zelfs verreweg de belangrijkste vorm van financiering (86% van de uitstaande schuld per eind 2010, of EUR 294 miljard). Banken financieren zich voornamelijk met deposito's, maar daarnaast voor circa een vijfde deel met schuldpapier (EUR 512 miljard). Voor bedrijven vormt schuldpapier een beperkt, maar groeiend, deel van de financiering (6% van de passiva; EUR 91 miljard) naast aandelenkapitaal (52%) en bancaire krediet (34%)¹. Het betreft hier voornamelijk multinationals zoals Shell, KPN, en Heineken.

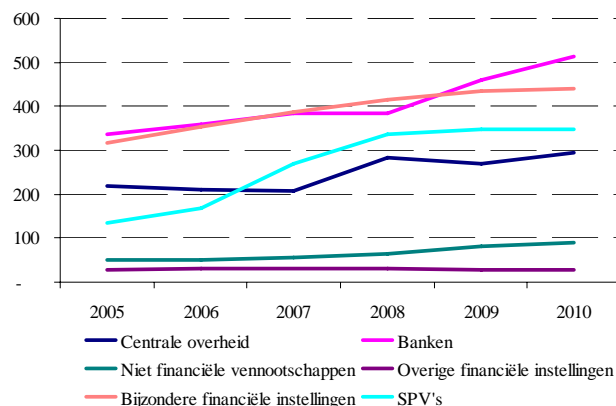
¹ Bron: CBS 2010K3.

Verder zijn er nog drie andere typen instellingen die aanzienlijke hoeveelheden schuld papier uitgeven: special purpose vehicles (EUR 349 miljard), bijzondere financiële instellingen (EUR 439 miljard) en overige financiële instellingen (EUR 27 miljard). Special purpose vehicles (SPV's) zijn instellingen die worden opgericht om activa zoals hypotheekleningen of bedrijfsleningen om te zetten in verhandelbaar schuld papier (een proces dat securitisatie genoemd wordt). Veel van deze SPV's zijn opgericht door banken (90%). Bijzondere financiële instellingen (BFI's) zijn dochterondernemingen van buitenlandse concerns die veelal fungeren als doorvoer kanaal van financiële stromen binnen zo'n concern. Een deel van deze BFI's geeft schuld papier uit en leent de opbrengst hiervan uit aan buitenlandse groepsmaatschappijen (EUR 355 miljard). Verder behoren tot deze populatie ook Nederlandse SPV's die zijn opgericht door buitenlandse instellingen (ook vaak banken) met als doel het securitiseren van buitenlandse activa (EUR 87 miljard). Tot slot wordt ook schuld papier uitgegeven door holdings bijvoorbeeld ING Groep. Deze instellingen worden aangeduid als overige financiële instellingen (OFI's).

Grafiek 1a Netto uitgifte van schuld papier door Nederlandse ingezetenen
Miljarden euro's



Grafiek 1b Uitstaande bedragen aan schuld papier uitgegeven door Nederlandse ingezetenen
Miljarden euro's



Terugval netto emissies banken en bedrijven

In 2010 werd door alle Nederlandse ingezetenen gezamenlijk voor EUR 811 miljard aan schuld papier uitgegeven, waarvan EUR 470 miljard met een looptijd korter dan een jaar (geldmarktpapier). Voor het overgrote deel werden de verkregen middelen gebruikt voor het aflossen van aflopend schuld papier (EUR 745 miljard). Het saldo van het nieuw uitgegeven schuld papier en de aflossingen - de netto uitgifte - bedroeg EUR 66 miljard (4% van de uitstaande waarde).² Gemiddeld bedroeg de netto emissie de afgelopen tien jaar ongeveer 10% van de uitstaande waarde.

² Dit is niet hetzelfde als de mutatie van de (nominale) waarde van het uitstaande schuld papier. Waardeveranderingen van het schuld papier in buitenlandse valuta kunnen ook het gevolg zijn van wisselkoersveranderingen.

De netto emissie door banken (EUR 39 miljard) was lager dan in 2009 (EUR 78 miljard, tabel 1). In tegenstelling tot in 2009 maakten banken hierbij echter geen gebruik van de garantieregeling ingesteld door de overheid.³ In 2010 losten banken voor EUR 10 miljard van EUR 50 miljard onder garantie uitgegeven schuld papier af.⁴ Wel werd in 2010 meer schuld papier uitgegeven in de vorm van door onderpand gedekte obligaties (EUR 9 miljard) dan in 2009 (EUR 5 miljard)⁵. Dit biedt de belegger meer zekerheden dan reguliere obligaties. Hiermee kwam het totaal aan door banken uitgegeven gedekte obligaties op EUR 31 miljard. De netto emissie van Nederlandse banken was hoog in vergelijking met de uitgifte door banken in het eurogebied, die gemiddeld evenveel schuld papier uitgaven als zij aflostten. Een groot deel van de netto emissie door Nederlandse banken (EUR 35 miljard) kwam voor rekening van de Rabobank, de Bank voor Nederlandse Gemeenten (BNG) en de Nederlandse Waterschapsbank (NWB), alledrie banken met de hoogst mogelijke kredietstatus (AAA). De BNG en de NWB zijn in handen van de overheid en richten zich volledig op lagere overheden en instellingen van algemeen belang (zoals zorg- en onderwijsinstellingen).

In tegenstelling tot bij de banken was de netto uitgifte van schuld papier door de overheid, bedrijven, SPV's en BFI's juist lager dan het gemiddelde per sector in het eurogebied (in % BBP). Wat betreft de overheid was dit een direct gevolg van het relatief beperkte begrotingstekort, in vergelijking met andere lidstaten van het eurogebied. Wel gaf de overheid (netto) meer schuld papier uit (EUR 24 miljard) dan in 2009 (netto aflossing van EUR 13 miljard), vooral omdat zij in 2009 een terugbetaling ontving van een aan Fortis verstrekte lening ter waarde van EUR 34 miljard.

Special purpose vehicles gaven in 2010 evenveel schuld papier uit als zij aflostten, terwijl zij in 2009 netto nog voor EUR 15 miljard en in 2007 en 2008 zelfs voor in totaal netto voor EUR 166 miljard aan schuld papier uitgaven. Wel waren als gevolg van het op grote schaal herstructureren van lopende programma's zowel de bruto emissies als de aflossingen (beide EUR 124 miljard) aanzienlijk hoger dan in 2009 (41 miljard respectievelijk 28 miljard). Sinds het begin van de kredietcrisis heeft het securitiseren van activa namelijk vooral als doel om onderpand te creëren voor liquiditeitsoperaties van het Eurosysteem. De markt voor het door SPV's uitgegeven schuld papier was opgedroogd. In 2010 zette de al in 2009 ontluikende opleving van de Europese markt voor gesecuritiseerde producten door. Nadat eind 2009 op kleine schaal (minder dan EUR 1 miljard) schuld papier van Nederlandse SPV's aan (buitenlandse) beleggers verkocht werd, was dit in 2010 toegenomen tot EUR 19 miljard (van de totale bruto uitgifte van 124 miljard).

Het door Nederlandse SPV's aan beleggers verkochte schuld papier vormde daarmee na het V.K. (37%) het hoogste aandeel (19%) van het totaal op de Europese markt verkochte schuld papier uitgegeven door SPV's.⁶

³ Deze regeling bood banken de mogelijkheid schuld papier uit te geven waarbij de overheid (tegen een vergoeding) zich garant stelde voor de terugbetaling.

⁴ Bron: Agentschap van Financiën

⁵ Deze cijfers betreffen het in Nederland uitgegeven schuld papier.

⁶ Bron: JP Morgan

Bedrijven gaven in 2010 voor netto EUR 7 miljard aan schuld papier uit. Dit is aanzienlijk minder dan in 2009, toen voor EUR 18 miljard aan schuld papier werd uitgegeven. Desondanks vormt dit een bestendiging van de sinds het begin van de kredietcrisis ingezette toename van het gebruik van schuld papier als middel voor bedrijven om zich te financieren. Terwijl bedrijven begin 2007 voor EUR 49 miljard aan schuld papier hadden uitstaan (4% van de totale financiering van bedrijven) was dit eind 2010 bijna verdubbeld tot 90 miljard (6%). In de periode voorafgaand aan de kredietcrisis (2002-2007) was het uitstaande schuld papier van bedrijven vrijwel stabiel.

BFI's tot slot losten per saldo EUR 2 miljard aan schuld papier af, in 2009 was dit nog EUR 19 miljard. Voor een deel werd dit veroorzaakt door netto aflossingen (EUR 7 miljard) van het schuld papier uitgegeven door SPV's met een buitenlandse 'originator'. De geringe netto uitgifte door BFI's en SPV's sloot aan bij de tevens lagere uitgifte door vergelijkbare instellingen in het eurogebied.

Tabel 1 Uitstaand schuld papier en netto uitgifte per sector

Sector	Stand	Netto emissie		Netto emissie		Netto emissies
	2010 <i>EUR mld</i>	2009 <i>EUR mld</i>	2010	2009	2010 <i>(% stand)</i>	Eurozone 2010
Overheid	294	-13	24	-5%	9%	7%
Banken	512	78	39	20%	8%	0%
Bedrijven	91	18	7	28%	9%	8%
SPV	349	14	0	4%	0%	
BFI	439	19	-2	5%	0%	0%*
OFI	27	-1	-2	-2%	-6%	
Totaal	1712	115	66	8%	4%	3%

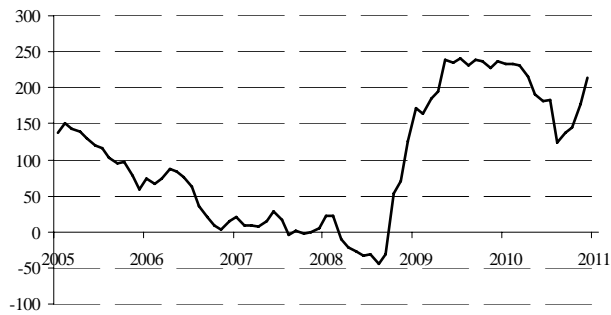
* Dit betreft een geaggregeerd cijfer voor de sectoren SPV, BFI en OFI gezamenlijk.

De overheid en banken verminderen afhankelijkheid van kortlopende financiering

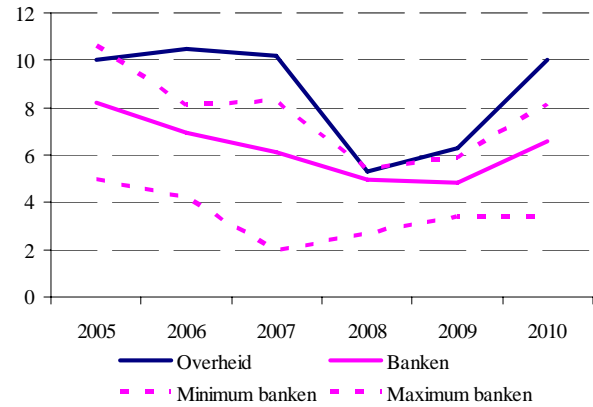
Nadat eind 2008 de korte rente wereldwijd sterk verlaagd was door de monetaire autoriteiten daalde in 2010 ook de lange rente. Vanuit kosten oogpunt werd het daardoor weer aantrekkelijker om schuld papier met een langere looptijd uit te geven (grafiek 2). Onder meer door de uitgifte van twee obligaties met een looptijd van 30 jaar was de (gewogen) gemiddelde looptijd van emissies door de Nederlandse overheid in 2010 (10 jaar) aanzienlijk hoger dan in 2009 (6 jaar, grafiek 3). Ook de gemiddelde looptijd van obligaties uitgegeven door banken nam toe in 2010, van gemiddeld 5 jaar naar 6,5 jaar.

Een unicum hierbij was de uitgifte van een obligatie met een looptijd van 100 jaar door de Rabobank (met een omvang EUR 270 miljoen). De (gewogen) gemiddelde looptijd van het in 2010 door banken uitgegeven schuld papier varieerde per bank van 3,5 tot 8 jaar.

Grafiek 2 Verskil tussen 10-jaars rente en 1 jaarsrente (spread)
Basispunten

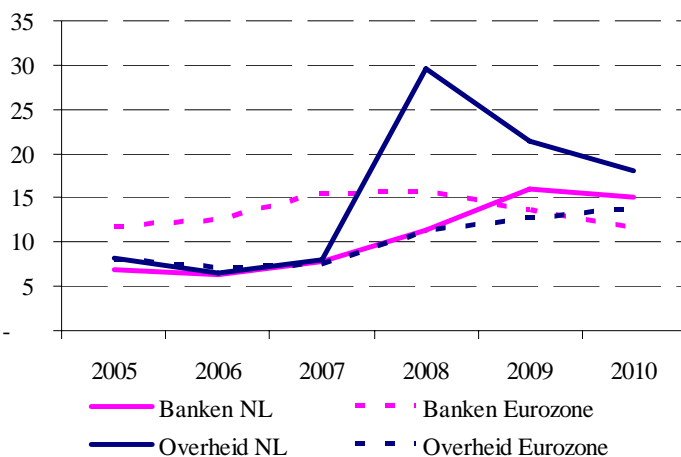


Grafiek 3 Gemiddelde looptijd uitgegeven obligaties
Jaren



Daarnaast bouwde de overheid ook haar uitstaande positie aan geldmarktpapier verder af naar 18 % van het uitstaande schuld papier en bracht deze daarmee meer in lijn met het gemiddelde van het eurogebied (14 %, grafiek 4). Ook Nederlandse banken verkleinden het aandeel geldmarktpapier van het totaal uitstaande schuld papier in beperkte mate (van 16% naar 15%, versus 12 % gemiddeld voor de banken uit het eurogebied⁷). Nog altijd was de financiering met geldmarktpapier als percentage van de totale financiering met schuld papier zowel wat betreft de Nederlandse overheid als Nederlandse banken ruim twee keer zo hoog als voor de kredietcrisis en tevens hoger dan het gemiddelde van het eurogebied. Het in 2011 te herfinancieren schuld papier van de Nederlandse overheid en banken samen bedraagt naar schatting 37% van het BBP. Na Frankrijk en Ierland is dit het hoogste percentage in het eurogebied (grafiek 5)⁸.

Grafiek 4 Aandeel geldmarktpapier
Procenten van totaal uitstaand schuld papier

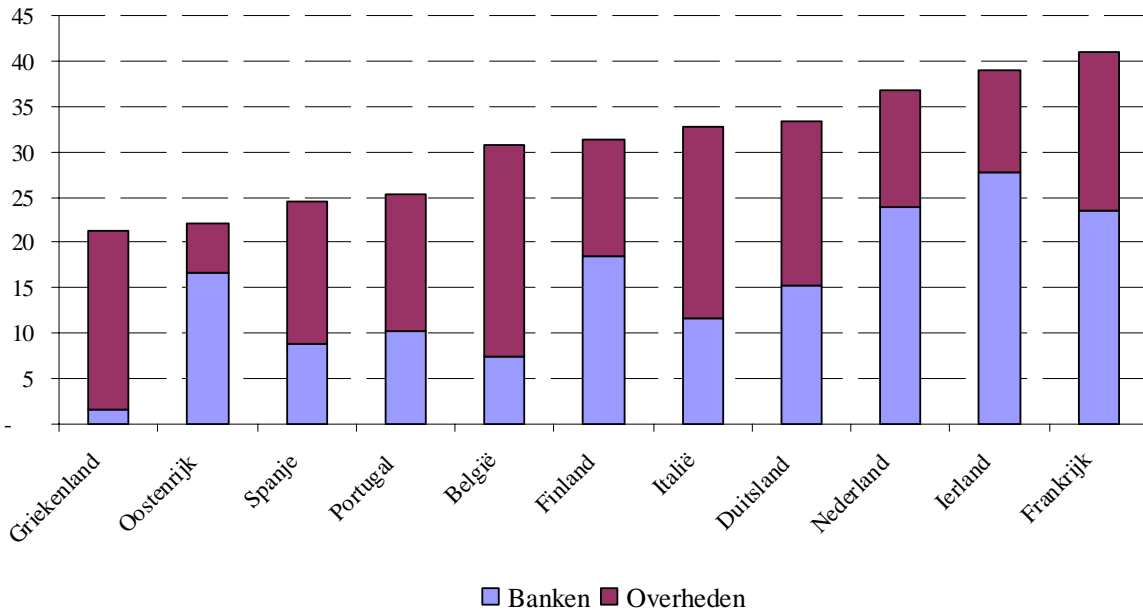


⁷ Cijfers november 2010

⁸ Bewerking van gegevens Statistical Datawarehouse (ECB). Niet in de analyse meegenomen zijn Cyprus, Estland, Malta, Luxemburg, Slowakije en Slovenië.

Grafiek 5 In 2011 te herfinancieren schuldpapier van banken en overheden

Procenten van het BBP



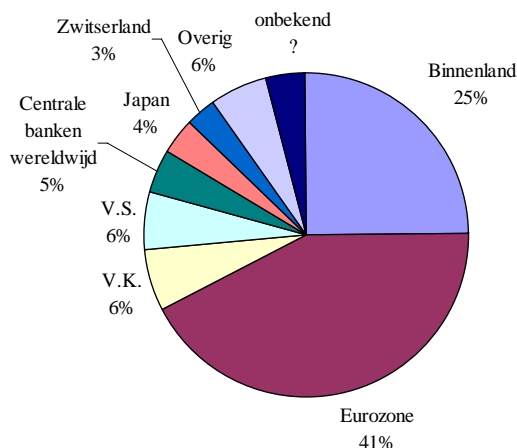
Banken vergroten afhankelijkheid van buitenlandse beleggers

Eind 2010⁹ was driekwart van het totaal uitstaande schuldpapier van Nederlandse ingezetenen in handen van buitenlandse beleggers. De belangrijkste buitenlandse houders waren ingezetenen uit andere eurolanden (41% van het totaal uitstaande schuldpapier), het V.K. (6%) en de V.S. (6%, grafiek 6a). Het uitstaande geldmarktpapier was zelfs vrijwel volledig in handen van buitenlandse beleggers. Vanwege het liquide karakter van dit papier was het populair bij de centrale banken van bijvoorbeeld opkomende economieën en Japan (19%, grafiek 6b). Deze vergrootten de afgelopen jaren hun officiële reserves door het aankopen van onder meer kortlopend schuldpapier uitgegeven door overheden en banken uit de EMU-lidstaten, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Andere belangrijke houders van Nederlands geldmarktpapier waren de ingezetenen van het eurogebied (51%), de V.S. (10%) en Zwitserland (4%). Van een aantal landen, waaronder China, is geen informatie beschikbaar over het bezit aan Nederlands schuldpapier.¹⁰

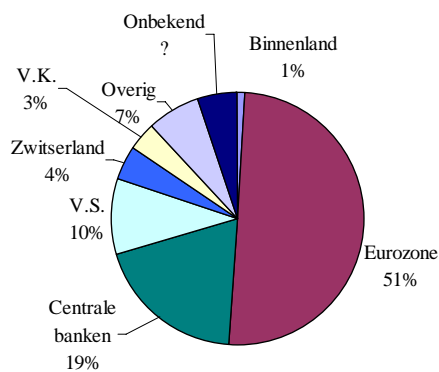
⁹ Op basis van voorlopige cijfers.

¹⁰ Waar de onderverdeling tussen binnenlands en buitenlands bezit gebaseerd is op cijfers van de betalingsbalans die DNB opstelt, beschikt DNB niet over cijfers van de geografische onderverdeling van dit buitenlands bezit. De geografische uitsplitsing van het buitenlandse bezit aan Nederlands schuldpapier is gebaseerd op door het IMF verzamelde cijfers (CPIS). De meest recente enquête betreft 2009. Niet alle landen leveren het IMF hiervoor echter cijfers, waaronder China. De omvang van het deel van het buitenlandse bezit waarvan het ingezetenschap niet bekend is, is onbekend.

Grafiek 6a Geografische uitsplitsing houderschap van Nederlands schuldpapier



Grafiek 6b Geografische uitsplitsing houderschap van Nederlands geldmarktpapier



Van het uitstaande Nederlandse overheidspapier was eind 2010 EUR 219 miljard (70%) in buitenlandse handen. Belangrijkste binnenlandse houders waren de banken (EUR 32 miljard), verzekeraars en pensioenfondsen (samen EUR 44 miljard). Buitenlandse beleggers verkochten in 2010 per saldo voor EUR 6 miljard aan voornamelijk geldmarktpapier. Nederlandse banken (EUR 14 miljard), verzekeraars en pensioenfondsen (EUR 12 miljard) daarentegen kochten per saldo (langlopend) overheidspapier aan.

Van het uitstaande schuldpapier van Nederlandse banken was eind 2010 EUR 467 miljard (91%) in buitenlandse handen. Bovendien kochten buitenlandse ingezetenen in 2010 per saldo voor EUR 40 miljard aan bankpapier, waaronder de gehele netto emissie aan geldmarktpapier (EUR 10 miljard). Met uitzondering van verzekeraars en pensioenfondsen verkochten Nederlandse ingezetenen per saldo schuldpapier uitgegeven door banken. Gezamenlijk verkochten Nederlandse ingezetenen EUR 9 miljard.

Het buitenlandse bezit van het door SPV's uitgegeven schuldpapier was verhoudingsgewijs laag (EUR 90 miljard, 28%). Dit was een gevolg van het op grote schaal op de balans nemen van dit schuldpapier door aan deze SPV's gelieerde Nederlandse banken. Deze bezaten eind 2010 voor EUR 223 miljard van dit schuldpapier, een toename van EUR 3 miljard ten opzichte van vorig jaar. In 2009 kochten banken nog netto EUR 32 miljard van het schuldpapier uitgegeven door SPV's. Van het schuldpapier in handen van buitenlandse ingezetenen werd in 2010 per saldo EUR 18 miljard afgelost.

Het schuldpapier van bedrijven was voor 85% (EUR 68 miljard) in handen van buitenlandse ingezetenen. Het binnenlandse bezit (EUR 11 miljard) was redelijk evenwichtig gespreid over alle sectoren. Ook het schuldpapier van BFI en OFI was voornamelijk in buitenlandse handen (EUR circa 95%).

Omgekeerd bestond een kwart van het Nederlandse bezit aan schuld papier uit buitenlands schuld papier. Voor verzekeraars en pensioenfondsen vormde dit ruim driekwart (EUR 252 miljard) van hun totale bezit aan schuld papier, en voor beleggingsinstellingen zelfs 89% (EUR 138 miljard).

Tabel 2 Houderschap schuld papier per sector, ultimo 2010

		Uitgevende sectoren						
		Bedrijven	SPV's	BFI en OFI	Banken	Overheid	Buitenland	Totaal
H o u d e r s c h a p	Huishoudens	2	0	2	10	3	6	22
	Bedrijven	0	0	0	0	0	1	1
	Verzekeraars en pensioenfondsen	3	1	8	11	44	252	319
	OFI's	5	7	8	5	9	185	220
	Beleggingsinstellingen	1	0	4	4	7	138	154
	Overige OFI 's *	0	7	4	1	2	47	66
	Banken **	2	223	5	11	32	135	408
	Overheid *	0	0	0	0	0	0	0
	Buitenland	68	90	432	467	219		1.276
	Totaal (marktwaarde)	80	321	455	504	307	579	2.245
	Emissiestatistiek (nominale waarde)	91	349	466	512	294		1.712

* Gedeeltelijk gebaseerd op cijfers CBS

** Gebaseerd op de monetaire rapportage van banken

*** Deze tabel is opgesteld door het combineren van verschillende bronnen: naast de emissiestatistiek ook directe rapportages, monetaire rapportage van banken en cijfers uit de Nationale Rekeningen van het CBS.