

Financiële Stabiliteit: Overheidssteun aan de financiële sector

Overheden hebben sinds oktober 2008 massaal geïntervenieerd in het financiële systeem om acute problemen het hoofd te bieden en daarmee de stabiliteit van het stelsel te waarborgen. Zij hebben dit gedaan onder meer via kapitaalinjecties en garanties. Omdat de steunmaatregelen marktverstoringen en morele risico's met zich brengen, dienen zij een tijdelijk karakter te hebben. Voorts gaan de steunmaatregelen gepaard met hogere risicopremies op staatsleningen en zo met hogere financieringskosten voor de overheid. Ook dit pleit voor een tijdige afbouw van de steunmaatregelen, zodra de financiële positie van de betrokken instelling dit toestaat. De precieze timing van deze afbouw moet zorgvuldig worden gekozen om het door de overheidssteun opgekrikte vertrouwen in de betreffende instelling en het financiële systeem te behouden.

Sinds het derde kwartaal van 2007 is wereldwijd voor circa EUR 1050 miljard door financiële instellingen afgeschreven, waarvan tweederde in de vs. De problemen in de financiële sector hebben een negatief effect op de reële economie, die mondiaal inmiddels fors krimpt. Tegelijkertijd zijn de eerste lichtpuntjes zichtbaar, onder meer in de vorm van opgeveerde beurskoersen (grafiek 1) en onverwacht gunstige winsten van enkele banken in het eerste kwartaal. De positieve resultaten van banken hebben echter mede hun oorsprong in aan-

passingen van de accounting regels van de Financial Accounting Standards Board in de vs en het is nog onzeker of van een duurzaam herstel sprake is.

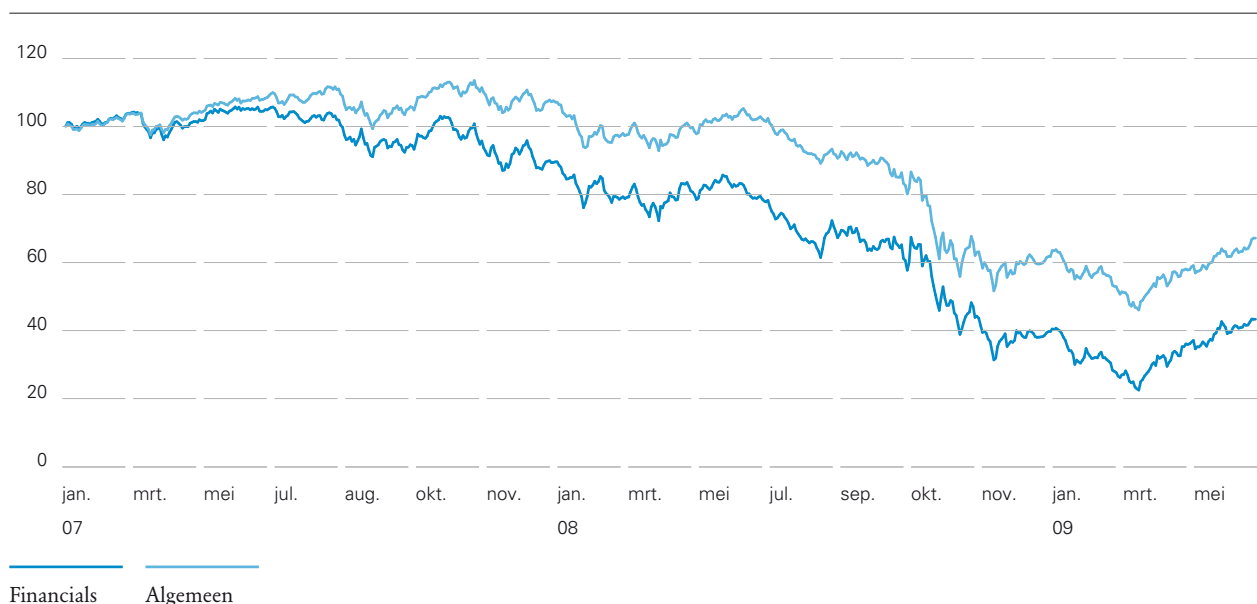
In internationaal verband zijn maatregelen afgesproken om het financiële systeem weerbaarder te maken tegen toekomstige crises. Wereldwijd vindt coördinatie plaats over de vertaling van de lessen van de crisis in nieuw beleid onder de auspiciën van de Financial Stability Board - voorheen het Financial Stability Forum. Maar concrete steunmaatregelen om de financiële crisis te bezweren zijn overwegend nationaal vormgegeven, aangezien overheden voor deze maatregelen veelal verantwoording verschuldigd zijn aan nationale belastingbetalers.

Vormen van overheidsteun

Over het algemeen wordt als belangrijke les van de Grote Depressie van de jaren dertig gezien dat overheden een financiële crisis krachtig dienen aan te pakken. Financiële stabiliteit is in het algemeen belang. De huidige crisis toont aan dat financiële stabiliteit geen vanzelfsprekende uitkomst is van marktwerking. In tijden van systeemcrises bestaat het vangnet voor de financiële sector uit noodliquiditeit geleverd door cen-

Grafiek 1 msci-index: Wereldwijde beurskoersen

1 jan. 2007 = 100



trale banken en verschillende vormen van steun door de overheid. Deze steunmaatregelen ondervangen het falen van de markt en hebben tot doel het vertrouwen in individuele banken en het financiële stelsel als geheel te waarborgen. Naast maatwerk voor individuele instellingen, zoals de overname van het Nederlandse deel van Fortis inclusief het Fortis-deel van ABN AMRO, zijn generieke maatregelen ingesteld.

Overheidssteun heeft in veel landen de vorm gekregen van garantieregelingen voor de uitgifte van nieuw schuldpapier door banken. In Nederland is hiervoor initieel EUR 200 miljard beschikbaar gesteld, waarvan inmiddels ruim EUR 44 miljard is toegezegd en EUR 40 miljard daadwerkelijk is gebruikt. Ook is vaak kapitaal beschikbaar gesteld om de soliditeit van in principe gezonde financiële instellingen veilig te stellen in de context van op drift geraakte financiële markten. In Nederland hebben ING Groep, Aegon en SNS Reaal hiervan gebruik gemaakt. Verder zijn regelingen getroffen voor besmette activa op de balansen van financiële instellingen, zoals het garanderen van risico's, directe overname van activa en 'bad bank' constructies. In Nederland is in dit kader een cash flow swap voor de ING Groep ingesteld om risico's van de Alt-A portefeuille (gesecuritiseerde Amerikaanse hypotheek) goeddeels af te dekken. ING is eigenaar van de portefeuille gebleven, maar de Staat en ING delen winsten en verliezen in de verhouding 80% - 20%. Ook is de dekking van de depositogarantie in veel landen verhoogd, in Nederland tot EUR 100.000, en is het eigen risico voor spaarders afgeschaft.

De praktische vormgeving van overheidssteun is essentieel om het risico van nieuwe verstoringen te beperken. Het bepalen van de juiste vormgeving wordt echter bemoeilijkt doordat de overheid middenin de crisis met onzekerheden wordt geconfronteerd en snel moet handelen. Het onderscheid tussen wel en niet functionerende marktsegmenten is niet meteen duidelijk. Het systeem gaat door fasen van verhoogde stress en herstel en marktprijzen zijn zeer volatiel. Marktprijzen vormen hierdoor geen goede referentie voor de precieze voorwaarden van steun. Bovendien is in een crisis het onderscheid tussen solvabele en insolvabele instellingen niet altijd evident. De grote onzekerheid over balanswaarderingen compliceert een beoordeling daarvan, met als risico dat steun wordt gegeven aan instellingen die uiteindelijk niet solvabel blijken.

Gegeven het onzekere klimaat wordt veelvuldig gebruik gemaakt van stress-tests, waarin het effect van verschillende scenario's op de financiële sector wordt doorgerekend. In april heeft de Federal Reserve voor

de 19 grootste Amerikaanse banken een macro-stress-test doorgevoerd. Hierbij is voor 10 banken een additionele kapitaalbehoefte vastgesteld.

Marktverstoringen

Overheidssteun is hard nodig gebleken om de financiële crisis te lijf te gaan, maar kan tegelijkertijd onbedoeld leiden tot marktverstoringen, negatieve vertrouwenseffecten en morele risico's. Marktverstoring vindt plaats wanneer depositohouders en andere marktpartijen instellingen waarin de overheid participeert veiliger achten dan niet-gesteunde instellingen. De laatste kunnen zich hierdoor minder makkelijk of tegen relatief hogere risicopremies financieren en komen aldus op een concurrentieachterstand te staan. Dit kan niet-gesteunde instellingen ertoe aanzetten ook steun te vragen, waardoor de marktwerking onbedoeld wordt teruggedrongen. Om het gelijke speelveld te bewaren zal overheidssteun zo veel mogelijk tegen marktconforme voorwaarden moeten worden verstrekt. Dit kan door de premiestelling te baseren op het risicoprofiel van de instelling op de lange termijn plus een opslag, waardoor gebruik van de steun wordt ontmoedigd.

Het gelijke speelveld kan ook op de spaarmarkt worden verstoord door overheidsgesteunde instellingen die relatief hoge depositorentes bieden. De rentegevoeligheid van deposito's lijkt in Nederland overigens beperkt. De ontwikkelingen in de marktaandelen van banken op de depositomarkt laten per saldo slechts beperkte verschuivingen zien, afgezien van de stressvolle periode in oktober. De toegenomen concurrentie om spaargeld is voor een belangrijk deel het gevolg van de moeilijkheid om kapitaalmarktfinanciering aan te trekken. Steunmaatregelen kunnen ook grensoverschrijdende financiële stromen verstoren indien de steun is gekoppeld aan voorwaarden voor binnenlandse kredietverlening. Getracht wordt deze nationale belangentegenstellingen door internationale coördinatie tegen te gaan.

Vertrouwenseffecten

Onzekerheid over de doelstelling en de duur van de steunmaatregelen, kan het vertrouwen op financiële markten schaden. Bij onduidelijkheid hierover kunnen beleggers bijvoorbeeld vrezende voor een overmatige overheidsinvloed op de bedrijfsvoering van een gesteunde instelling. Of ze kunnen worden afgeschrikt

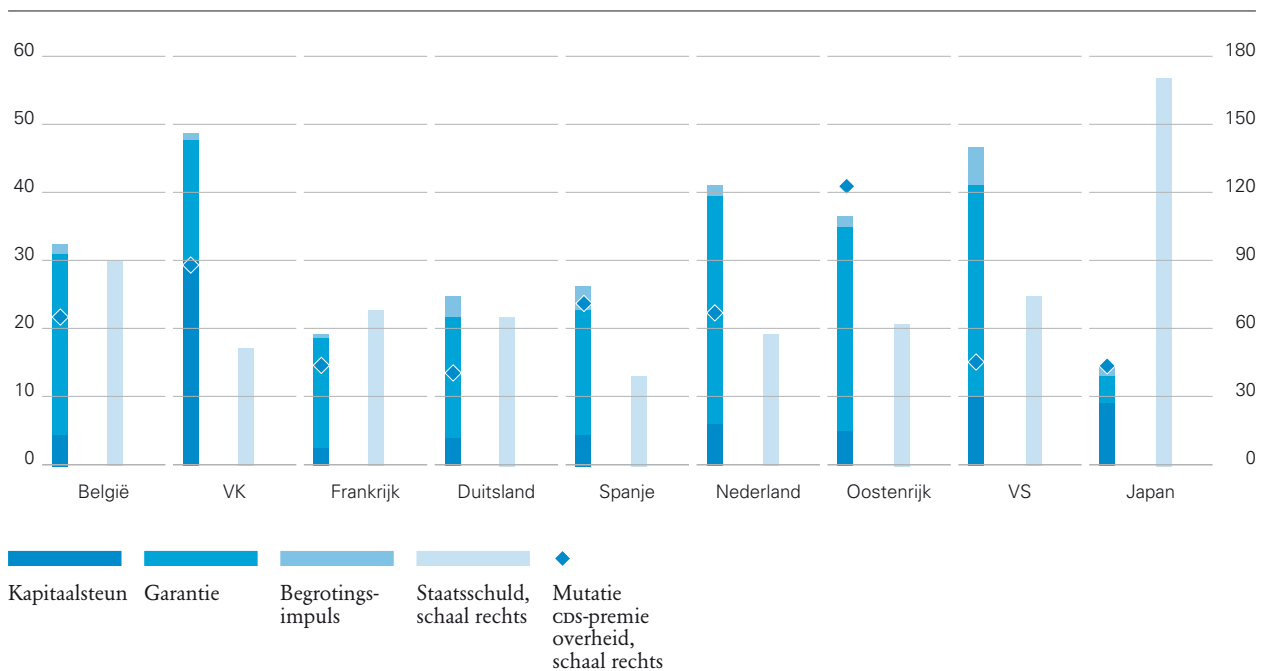
door het vooruitzicht van winstverwatering, voortvloeiend uit de meestal preferente participatie van de overheid in het eigen vermogen. Bij nationalisatie vervalt tevens een marktprikkel om de instelling te monitoren. Wanneer een aandeel niet meer op de beurs wordt genoteerd, verdwijnt het marktsignaal daarvan. Dit pleit ervoor banken die in overheidshanden zijn zo snel mogelijk, althans deels, open te stellen voor private participaties. Door de gesteunde instellingen voorts op gepaste afstand te plaatsen van de overheid, wordt onzekerheid bij beleggers beperkt en een op commerciële belangen gerichte bedrijfsvoering gewaarborgd. Dit kan door de belangen in een beheersmaatschappij onder te brengen, hetgeen tevens een gelijk speelveld ten goede komt.

Een ander vertrouwenseffect betreft de perceptie van de kredietwaardigheid van de overheid. Mede door grootschalige steun loopt de staatschuld van sommige landen snel op en zijn de risicopremies voor staatsleningen aan individuele landen gestegen. De steunmaatregelen vertalen zich daarmee in hogere interestbetalingen op nieuwe staatsleningen en toegenomen kosten voor belastingbetalers. Grafiek 2 laat de omvang van steunmaatregelen in verschillende landen zien, evenals de verandering van de gemiddelde

risicopremie. De gemiddelde premie op credit default swaps (CDS) in de periode na oktober 2008, toen veel steunmaatregelen werden ingevoerd, wordt daarbij vergeleken met de periode daarvoor. Een stijging van deze premie geeft aan dat beleggers in overheidsschuld meer moeten betalen om het risico op wanbetaling af te dekken. De CDS-premie op staatsleningen is over het algemeen gestegen, ook in Nederland. In Oostenrijk is de premie zeer sterk gestegen als gevolg van de relatief grote uitzettingen van Oostenrijkse banken in Oost-Europa. Opvallend is de relatief beperkte stijging van de CDS-premie voor de VS en Japan, die beide een relatief grote kapitaalsteun en staatsschuld kennen. Standard & Poor's heeft inmiddels een negatieve verwachting uitgesproken ten aanzien van de AAA-rating van het VK vanwege de druk van de enorme steunoperatie op de overheidsfinanciën. Beperking van de negatieve effecten van steun op de financieringskosten van overheden vergt een geloofwaardig consolidatiepad voor de toekomst.

Grafiek 2 Steun aan de financiële sector

In procenten bbp, basispunten



Bron: Eurostat, IMF en OECD.

Moreel risico

Ongewenst risicovol gedrag, 'moreel risico', kan zich als gevolg van staatsteun voordoen bij beleggers, bij spaarders en bij bestuurders van financiële instellingen. Overheidssteun kan overmatige risico's in de hand werken als het opwaartse potentieel de aandeelhouders ten goede komt en het neerwaartse risico de overheid. Ook bij garanties op bankbalansen vermindert de marktdiscipline. De premie voor het kredietrisico van betrokken banken wordt dan namelijk mede bepaald door de overheid. Morele risico's bij regelingen voor besmette activa kunnen samenhangen met asymmetrie van informatie. Het management heeft meer informatie over de activakwaliteit dan de overheid (die de risico's van de activa heeft overgenomen), maar heeft tevens minder prikkels voor een goed beheer van de activa. Om dit moreel risico te beperken kan een deel van de risico's bij de instelling worden gelaten, zoals bij de ING-transactie.

Ook depositogarantie gaat gepaard met moreel risico. Depositohouders kunnen hun geld immers onderbrengen bij een bank zonder zich te verdiepen in het risicoprofiel omdat het stelsel deze gelden uiteindelijk toch garandeert. Meer risicovolle banken kunnen de dekking van de garantie dan gebruiken om consumenten te overtuigen geld bij hen onder te brengen. Dit kan onder druk staande bedrijfsmodellen in stand houden. Dergelijke morele risico's kunnen worden beperkt door een garantiestelsel met een risicogewogen premieheffing. Verder dient te worden voorkomen dat depositogarantie als reclame-instrument wordt ingezet.

Tot besluit

Overheidssteun is een tijdelijk instrument bedoeld om een acute crisis te bezweren. Gegeven de onvermijdelijke negatieve bijeffecten van dergelijke steun, inclusief de potentiële kosten voor de belastingbetaler, is het van belang de maatregelen zo veel als mogelijk marktconform vorm te geven en voorts tijdig af te bouwen. Enkele financiële instellingen in Amerika overwegen inmiddels eerder ontvangen overheidssteun terug te betalen. In beginsel is dit een positieve ontwikkeling. De ideale timing van het afbouwen van steun is echter niet gemakkelijk te bepalen. Afbouw dient plaats te vinden bij een voldoende sterke kapitaalpositie, zodat een instelling goed bestand is tegen de voortdurende financiële onzekerheden en tegelijk zijn intermediaire rol in de kredietverlening overeind kan houden. Essentieel

is dat afbouw van de steun geschiedt op basis van de juiste motieven en zonder toename van risico's.