

# Financiële stabiliteit: Verbreding crisis beantwoord met nieuwe maatregelen

*Ook in het nieuwe jaar raast de financiële crisis door, met grote verliezen in de financiële sector. De omstandigheden op de financiële markten zijn buitengewoon moeilijk en de snelle verslechtering van de economie in zowel de ontwikkelde als opkomende landen illustreert dat de crisis zich verbreedt. In het begin van 2009 bleken nieuwe maatregelen, zoals extra kapitaalinjecties en regelingen voor probleemactiva, nodig om de financiële stabiliteit te ondersteunen. Voorkomen moet worden dat de maatregelen het gelijke speelveld tussen financiële instellingen verstoren.*

Het waardeverlies in de financiële sector zet zich voort. De wereldwijde MSCI beursindex voor financiële ondernemingen daalde in de eerste twee maanden van dit jaar met 23%, aanzienlijk meer dan de algemene index (-10%). Belangrijke factoren hierbij zijn oplopende afschrijvingen, dalende winsten en angst voor winstverwatering als gevolg van overheidsmaatregelen. Sinds de crisis uitbrak hebben financiële instellingen wereldwijd bijna driekwart van hun beurswaarde verloren (grafiek 1).

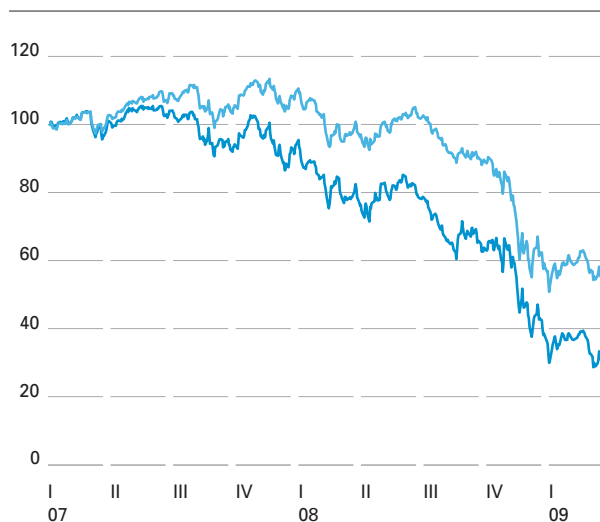
## *Spanning houdt aan*

De financiële sector blijft ook in het begin van 2009 onder extreme spanning staan. Internationale banken rapporteren zeer grote winstdalingen en in sommige

gevallen zelfs forse verliezen, mede doordat de afwaarderingen op kredietproducten sinds het vierde kwartaal verder zijn opgelopen. Ook op deelnemingen worden soms flinke verliezen genomen. In totaal is wereldwijd inmiddels meer dan USD 1.100 miljard afgewaardeerd, waarvan 825 miljard door banken. Tegelijk hebben banken in totaal voor ruim USD 850 miljard aan nieuw kapitaal weten aan te trekken, waarvan ongeveer de helft van overheden. Banken worden in de eerste maanden van dit jaar echter nog steeds geconfronteerd met hoge zogenoemde credit default swap-premies (grafiek 2). Dit zijn premies die beleggers in schuldtitels van banken betalen om het risico op wanbetaling af te dekken. Hoe hoger deze premies, des te hoger marktpartijen het faillissementsrisico van banken achten. Het beeld voor de interbancaire geldmarkt laat een vergelijkbare ontwikkeling zien. Hoewel de spanning sinds oktober vorig jaar is afgenomen, is die ondanks intensivering van de ondersteuning door centrale banken nog altijd groter dan in de periode vlak voor het faillissement van Lehman Brothers in september 2008. Naast banken worden ook verzekeraars en pensioenfondsen hard getroffen door de malaise op de financiële markten. Dit hangt aan de

**Grafiek 1 Beurskoersen**

Index 1-jan-2007=100

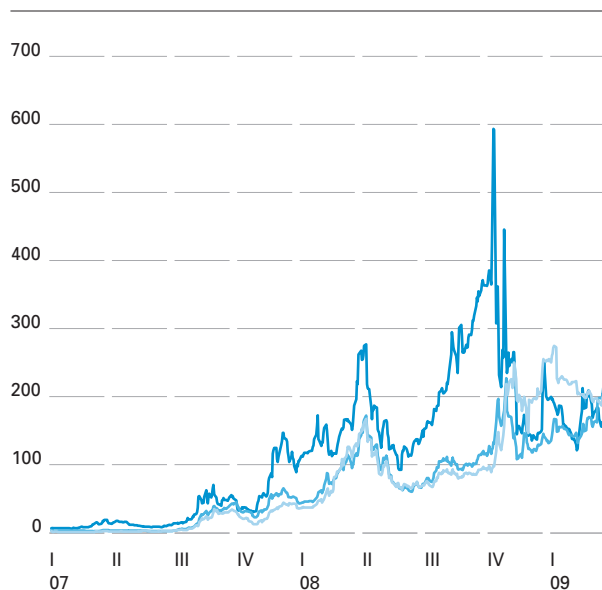


Financials    Algemeen

Bron: Datastream.

**Grafiek 2 CDS-premies van banken**

Basispunten, dagcijfers



vs    Eurogebied    Nederland<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Gemiddelde van de 5 grootste banken.  
Bron: Datastream.

activazijde samen met de slechte ontwikkeling op de aandelenmarkten en de hoge spreads op bedrijfsobligaties die daardoor in waarde zijn gedaald. Tegelijkertijd neemt aan de passivazijde de waarde van de verplichtingen toe als gevolg van de dalende lange rentes. Door de opgelopen financiële spanningen zijn de ratings van een aantal financiële instellingen verlaagd. Dit zet deze instellingen verder onder druk, bijvoorbeeld omdat het aantrekken van financiering duurder wordt.

De negatieve wisselwerking tussen de financiële sector en de reële economie is met het bekend worden van de teleurstellende economische groeicijfers over het vierde kwartaal van 2008 op de voorgrond getreden. Zo is de groeiverwachting van het IMF voor de wereld-economie in 2009 geslonken van 3,8 % naar nog maar 0,5%. Dit is een ongekennde grote neerwaartse aanpassing van gemiddeld bijna 0,4 procentpunt per maand. Ook de verwachte economische groei voor Nederland is fors aangepast. Niet alleen de ontwikkelde landen maar vooral ook opkomende economieën zijn sinds de ondergang van Lehman Brothers in zwaar weer terecht gekomen. De fors gedaalde grondstofprijzen en de afgenomen vraag naar exportproducten hebben in veel van deze landen een abrupt einde gemaakt aan de hoge economische groei. Landen in Centraal en Oost-Europa staan onder grote spanning doordat beleggers massaal twijfelen over de houdbaarheid van schuldposities. Dit vertaalt zich in stijgende risicopremies en scherp dalende wisselkoersen. De problemen in opkomende regio's hebben vervolgens weer een negatieve uitwerking op de industrielanden, via het handelskanaal en via uitstaande beleggingen en leningen. Dit alles illustreert dat de crisis mondiaal is uitgewaaid.

#### *De autoriteiten breiden maatregelen verder uit*

De autoriteiten hebben sinds de kredietcrisis uitbrak drastische maatregelen genomen om de financiële stabiliteit te beschermen. Centrale banken hebben op grote schaal liquiditeit verschaft en waar nodig nieuwe faciliteiten in het leven geroepen. Het Amerikaanse stelsel van centrale banken heeft ook extra liquiditeiten verschaft via nieuwe programma's, waaronder het kopen van schuldbewijzen van marktpartijen. Ook de Britse centrale bank is dit jaar overgegaan tot het opkopen van dergelijke schuldbewijzen. Het recente Amerikaanse reddingsplan van de regering Obama geeft extra ruimte voor dergelijke programma's, met name door op grote schaal liquiditeit te verschaffen aan marktpartijen tegen meer soorten schuldbewijzen als onderpand.

Ook andere nationale overheden hebben vergaand geïntervenieerd, in eerste instantie bij individuele instel-

lingen die in acute problemen kwamen. Sinds oktober zijn echter ook generieke regelingen van kracht om financiële instellingen te beschermen. Zo ondersteunen overheden de financiering van banken door nieuw schuld papier te garanderen. Wereldwijd stond ultimo januari 2009 al bijna EUR 300 miljard aan overheidsgegarandeerd bankpapier uit. In Nederland is dit circa EUR 14 miljard.

Verder hebben veel landen programma's opgezet om financiële instellingen te kunnen herkapitaliseren, mede omdat in de perceptie van de markt kapitaalratio's hoger dienen te zijn dan de minimumeisen van toezichthouders. Met ongeveer USD 400 miljard hebben de vs het meeste uitgetrokken voor kapitaalsteun aan financiële instellingen; Europese overheden hebben in totaal voor circa EUR 190 miljard aan kapitaal geïnjecteerd, waarvan EUR 13,75 miljard door Nederland (exclusief ABN-AMRO/Fortis). In een aantal landen heeft begin dit jaar een tweede ronde kapitaalsteun plaatsgevonden. Die is nodig omdat de economie snel achteruitgaat, waardoor de kredietkwaliteit van de activa van banken verslechtert en marktpartijen opnieuw gaan twijfelen aan de solvabiliteit van banken.

De tweede steunronde vond in een aantal gevallen plaats tegen gunstigere financieringsvoorwaarden in vergelijking met de eerste ronde. Soms zijn eerdere voorwaarden aangepast, zoals de prijs waartegen de overheid kan worden uitgekocht (België). Verder gaat de tweede steunronde over het algemeen gepaard met een grotere betrokkenheid van de overheid bij de betreffende instellingen. Zo zijn in het VK preferente aandelen omgezet in gewone aandelen, is in Ierland de Bank Anglo Irish geheel in staatshanden gekomen en gebruikt de overheid in Frankrijk niet alleen achtergestelde schuld als instrument maar ook preferentieel aandelenvermogen. In de vs kunnen banken sinds kort – nadat zij een stress-test hebben ondergaan waarmee wordt vastgesteld hoeveel vermogen zij nodig hebben om krediet te blijven verlenen – preferentieel aandelenvermogen krijgen van de overheid dat na een bepaalde periode verplicht wordt omgezet in gewoon aandelenvermogen. Verder krijgt de overheid in de vs meer zeggenschap bij gesteunde banken en worden steunvoorwaarden aangescherpt door het instellen van salarisplafonds voor bestuurders. Ondanks de grotere betrokkenheid van de Amerikaanse overheid bij de banken heeft zij aangegeven dat deze in particuliere handen moeten blijven.

Naast extra kapitaalsteun verschuift in de tweede ronde het accent richting het aanpakken van de probleemactiva. In Nederland werd voor ING een back-up faciliteit opgericht die betrekking heeft op de Amerikaanse

Alt-A hypotheekportefeuille van de bank (zie het hoofdstuk Ontwikkelingen in de financiële sector in dit Kwartaalbericht).

#### *Behoeft aan regelingen voor probleemactiva neemt toe*

Aanvankelijk was het oogmerk van het Amerikaanse Troubled Asset Relief Program (TARP) het opkopen van probleemactiva, maar complicaties in de waardering van activa belemmerden de uitwerking hiervan. Onderdeel van het recente reddingsplan van de regering Obama is naast herkapitalisaties een fonds dat alsnog gaat proberen om dergelijke activa op te kopen. Naast de overheid zullen ook private partijen participeren in dit fonds. Hoe de prijsvorming precies gaat plaatsvinden is nog niet bekend. Niet alleen in de Verenigde Staten (vs) maar ook in Europa is de behoefte aan regelingen voor probleemactiva toegenomen. De herkapitalisaties en garantieregelingen blijken het vertrouwen in de betrokken banken onvoldoende te hebben hersteld, omdat de bron van onzekerheid – de mogelijke verliezen van probleemactiva – niet is weggenomen. Daarbij zijn de economische vooruitzichten snel verslechterd, wat deze bron van onzekerheid verder vergroot.

Bij probleemactiva gaat het in essentie om twee soorten problemen. Ten eerste kan de economische waarde van de activa fors zijn gedaald, omdat de onderliggende kredietkwaliteit snel achteruit is gegaan. Dit geldt bijvoorbeeld voor activa die bestaan uit Amerikaanse subprime-hypotheek. De waardedaling holt de kapitaalbasis van banken uit, waardoor zij minder gemakkelijk krediet verlenen aan huishoudens en bedrijven. Ten tweede geldt dat probleemactiva niet voor een redelijke prijs – een prijs die de economische of intrinsieke waarde van de onderliggende kredieten reflecteert – in de markt kunnen worden verkocht. Vanwege de huidige liquiditeitscrisis wijkt op veel markten voor kredietproducten de marktwaarde af van de economische waarde van deze producten. Soms is de markt zelfs helemaal opgedroogd. In bepaalde omstandigheden schrijven de boekhoudregels voor dat deze activa tegen marktprijzen moeten worden gewaardeerd, waardoor instellingen gedwongen worden om verliezen te nemen. In dergelijke gevallen kan het wenselijk zijn dat de overheid het risico op de activa (deels) voor haar rekening neemt. De overheid kan zich dit veroorloven omdat zij dergelijke activa niet op marktwaarde hoeft te waarderen en een lange horizon heeft.

Globaal gezien heeft de overheid hiervoor twee mogelijkheden. Zij kan de probleemactiva opkopen en onderbrengen in een apart fonds, een zogenoemde bad bank. Een voordeel hiervan is dat een bank definitief

verlost is van de probleemactiva en direct beschikt over liquiditeit. Dit kan bijdragen aan vertrouwensherstel van marktpartijen. Alle risico's, maar ook eventuele winsten die de activa in de toekomst opleveren, worden overgenomen door de overheid. Bij eerdere bankencrises, zoals in Zweden in de jaren negentig, bleek deze oplossing goed te werken. Een nadeel van het opkopen van activa zijn de hoge initiële financieringskosten voor de overheid. Hierdoor neemt de staatschuld meteen toe, waardoor ook de risicopremies op overheidspapier kunnen worden opgedreven. Ook het waarderen van de activa kan een complicerende factor zijn. Bij een te hoge waardering krijgt de bank van de overheid een subsidie, bij een te lage waardering zal de bank de activa mogelijk niet willen verkopen. Een bad bank lijkt een geschikte oplossing wanneer de problemen in de financiële sector diep zijn en een structureel karakter hebben.

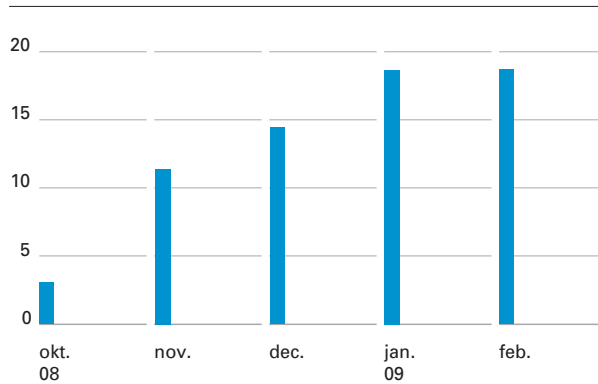
Een alternatieve regeling is om de activa niet op te kopen maar de waarde ervan te garanderen. Het vk is onlangs deze weg ingeslagen; in de vs zijn garanties voor extreme waardedalingen afgegeven, waarbij de instelling het eerste verlies zelf draagt (o.a. Citigroup, Bank of America). De overheid maakt in dit geval geen directe kosten en de staatschuld wordt niet beïnvloed. Pas in de toekomst, als de waarde van de activa onverhoopt lager uitvalt dan de gegarandeerde waarde, krijgt de overheid te maken met kosten. Eventuele winsten komen op het conto van de instelling. Een garantie is relatief gemakkelijk en snel te implementeren. Bovendien kunnen de activa door de betreffende instelling zelf worden beheerd. Dat kan een voordeel zijn aangezien de instelling de meeste kennis en ervaring heeft met de betreffende activa.

Een nadeel van een garantie is dat de instelling niet definitief verlost is van de activa, waardoor onzekerheid deels kan blijven bestaan. Daarnaast loopt de instelling een tegenpartijrisico op de overheid. Als de kredietwaardigheid van de overheid in het geding komt, kan dit de geloofwaardigheid van de garantie aantasten. Een ander nadeel is dat de overheid zich mogelijk gerechtvaardigd voelt om niet alleen invloed uit te oefenen op de gegarandeerde activa maar ook op de bedrijfsvoering van de instelling in brede zin. Een garantie lijkt aantrekkelijk wanneer sprake is van een beperkt aantal instellings-specifieke problemen.

In de praktijk is het mogelijk om hybride constructies te maken – al dan niet in combinatie met kapitaalinjecties – die de eigenschappen van bad banks en garanties combineren. Hiermee kan maatwerk worden geleverd, bijvoorbeeld ten aanzien van de financiering van de activa en de risicodeling tussen overheid en instelling.

### Grafiek 3 Verschil cds-premies niet-gesteunde en gesteunde financiële instellingen, wereldwijd

Vershil cds-premies in basispunten (gecumuleerde maand-gemiddelden)



Bron: Datastream.

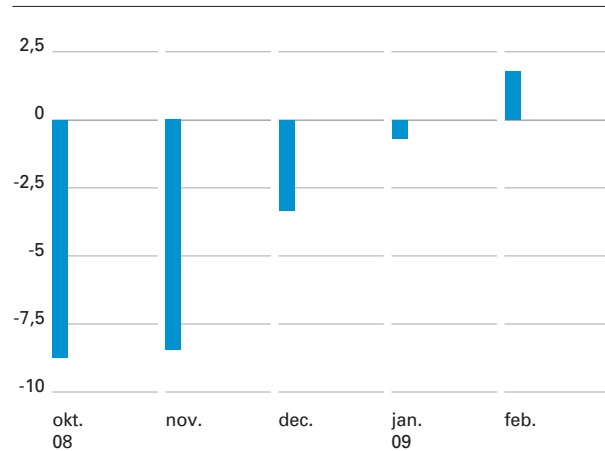
In Nederland is bij ING een dergelijke hybride oplossing gevonden voor de Amerikaanse Alt-A hypotheekportefeuille. Ook de oplossing voor UBS, waarbij de activa zijn ondergebracht in een apart vehikel dat deels door de Zwitserse centrale bank wordt gefinancierd en deels door UBS zelf, kan worden gezien als een hybride constructie.

#### *De gevolgen van steunmaatregelen*

De invloed van de verschillende vormen van steun op financiële instellingen is zichtbaar in de ontwikkeling van marktprijzen. Gemiddeld genomen zijn de credit default swap-premies voor niet-gesteunde instellingen sinds oktober wereldwijd meer gestegen dan voor gesteunde instellingen (grafiek 3). Een verklaring hiervoor is dat kapitaalinjecties de kans op faillissement verminderen, wat zich uit in lagere premies voor de gesteunde instellingen. Het effect van steun op de aandelenkoersen blijkt vooralsnog van korte duur. Terwijl in het najaar de aandelenkoersen van niet-gesteunde instellingen gemiddeld genomen sterker dalen dan van gesteunde instellingen, is dat in de eerste maanden van dit jaar niet meer het geval. Gemeten vanaf oktober was de cumulatieve koersdaling bij gesteunde instellingen in februari zelfs iets groter dan bij niet gesteunde instellingen (grafiek 4). Een verklaring hiervoor is dat de voorwaarden van steun het aandelenrendement kunnen verlagen vanwege winstverwatering. Ook hybride leningen, zoals achtergestelde schulden, worden beïnvloed door de overheidsinterventies. De marktwaarde van dit papier staat onder druk omdat beleggers vrezen

### Grafiek 4 Verschil aandelenkoersen niet-gesteunde en gesteunde financiële instellingen, wereldwijd

Vershil van procentuele koersmutaties (gecumuleerde maand-gemiddelden)



Bron: Datastream.

dat overheidsdeelnemingen ten koste gaan van achtergestelde schulden.

De steunmaatregelen kunnen de kredietwaardigheid van overheden die steun verlenen verslechteren. Mede door grootschalige steun loopt de staatschuld van sommige landen snel op en zijn de premies voor landenrisico gestegen. De financiële positie van de overheid wordt meer en meer vereenzelvigd met die van de bankensector en vice versa. Dit blijkt uit het afgenomen verschil tussen de risico-opslagen voor de bankensector en de overheid. Dit is vooral zichtbaar in Ierland en het VK.

Een risico van de steunmaatregelen is dat het speelveld voor financiële instellingen wordt verstoord. Het is daarom belangrijk dat de steun zoveel mogelijk op basis van marktconforme voorwaarden plaatsvindt. Verstoring van het gelijke speelveld tussen financiële instellingen moet worden voorkomen. Het Eurosysteem heeft op dit terrein een bijdrage geleverd door een gemeenschappelijk raamwerk op te stellen voor de voorwaarden van garanties op bankleningen, kapitaalinjecties aan solvente instellingen en regelingen voor probleemactiva. De Europese Commissie neemt deze raamwerken mee in haar beoordeling van de verschillende overheidsmaatregelen.