

09

De Nederlandsche Bank

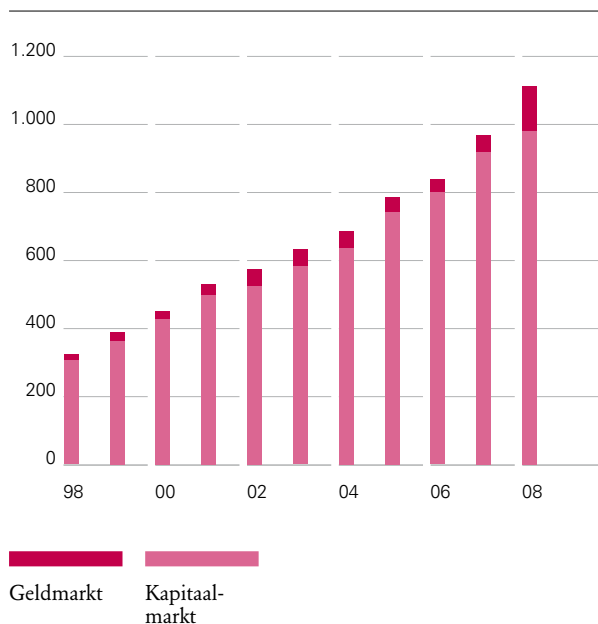
Statistisch Bulletin maart 2009

Financiering via kapitaalmarkt moeilijker en duurder geworden

Nederlandse ingezetenen hadden eind 2008 voor het eerst meer dan EUR 1.000 miljard aan schuld papier uitstaan. De aanhoudende groei van de afgelopen tien jaar leidde tot een verdrievoudiging en betrof voornamelijk kapitaalmarktpapier van banken en zogeheten special purpose vehicles. Maar in 2008 was de groei grotendeels het gevolg van de ongewoon hoge uitgiftes van kort papier ter ondersteuning van de financiële sector door de overheid, die daarbij ook profiteerde van de relatief lage korte rente. Tegelijkertijd stagneerde de belangstelling van beleggers voor lang papier van banken en bedrijven door een toegenomen afkeer van risico. Daardoor namen risicopremies toe. De huidige risicopremies zijn fors hoger dan die in de periode na de dot-com-crisis in 2000-2001. Sinds de kredietcrisis, die begon medio 2007, is de lange rente voor banken en bedrijven gemiddeld met zo'n 150 basispunten gestegen. De stijging van de rentelasten bleef vooralsnog echter beperkt doordat jaarlijks slechts een deel van de schuld afloopt en geberfiancierd moet worden. Bovendien betrof het tot dusver schuld uit oudere jaren met relatief hogere rentes.

Grafiek 1 Uitstaande effecten uitgegeven door Nederlandse ingezetenen (excl. aandelen)

Miljarden euro's



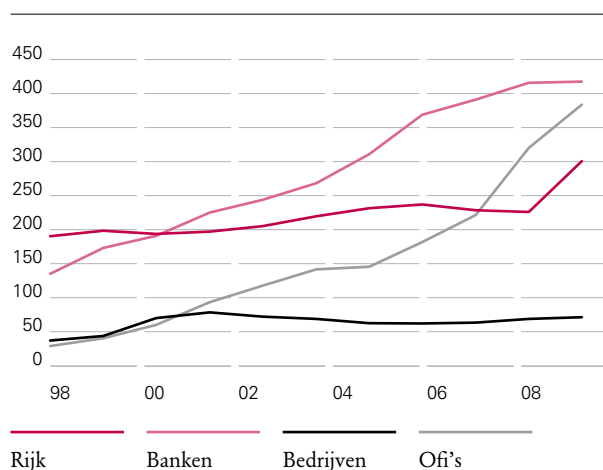
Sinds kredietcrisis meer emissies van kort schuld papier

Sinds eind jaren negentig is het bedrag aan schuld papier dat Nederlandse instellingen hebben uitstaan, jaarlijks met tussen de 8 en 18 procent gegroeid. In 2008 overschreed de stand, die grotendeels bepaald wordt door kapitaalmarktpapier (schuld papier met een looptijd langer dan één jaar), de grens van één biljoen euro (1.000 miljard, grafiek 1).¹ Het grootste deel van het uitstaande schuld papier betreft nog altijd papier uitgegeven door banken. Sinds 1998 is het uitstaande bedrag meer dan verdrievoudigd tot EUR 400 miljard eind 2008 (grafiek 2). Een relatief nog sterkere groei, van EUR 11 miljard in 1998 naar EUR 366 miljard, vertoonden obligaties uitgegeven door zogeheten overige financiële instellingen. Op de derde plaats komt de Rijksoverheid met EUR 273 miljard. Een daarbij vergeleken kleine rol spelen bedrijven² (EUR 54 miljard).

In 2008 waren de netto emissies van *kapitaalmarktpapier* door banken voor het eerst sinds het begin van de emissiestatistiek van DNB (1986) negatief: een netto aflossing van EUR 16 miljard. Een jaar eerder was nog sprake geweest van een netto emissie van EUR 28 miljard (tabel 1). Ook bedrijven emitterden minder. De Rijksoverheid daarentegen gaf meer lange schuld uit dan benodigd ter vervanging van aflopende leningen. Bij de overige financiële instellingen was er door emis-

Grafiek 2 Uitstaande effecten per sector (excl. aandelen)

Miljarden euro's



Tabel 1 Netto emissie van schuldpapier ¹

Miljarden euro's

	Geldmarktpapier			Obligaties		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Banken	0	9	13	31	28	-16
Overige financiële instellingen	-	-	-	40	100	64
Rijksoverheid	-4	3	67	-4	-5	8
Bedrijven	-	-	-	3	7	3
Totaal	-4	12	81	69	129	58

¹ Door afrondingsverschillen zijn de totalen mogelijk niet exact gelijk aan de som van de onderdelen.

sies van *special purpose vehicles* (spv's) eveneens sprake van een stijgende lijn, zij het dat de groei in 2008 lager was dan de ongewoon hoge groei van 2007 (EUR 100 miljard). Bovendien werden deze obligaties niet langer door beleggers gekocht maar door banken zelf, om het in te kunnen brengen als onderpand bij de ECB en zo in hun liquiditeitsbehoefte te voorzien. Voorheen was de reden voor banken om spv's op te richten veeleer het door middel van securitisatie verhandelbaar maken van activa zoals woninghypotheken en bedrijfskredieten. Door de kredietcrisis is er een sterke terugval geweest in de belangstelling van beleggers voor schuldpapier uitgegeven door spv's. De *bruto* emissies van alle sectoren samen bedroegen in 2008 EUR 176 miljard tegen EUR 237 miljard in 2007 (tabel 2).

De ontwikkeling van het uitstaande *geldmarktpapier* is volatieler dan die van het uitstaande kapitaalmarkt-

papier (grafiek 3). Netto emissies van geldmarktpapier door banken namen sterk toe. In 2008 emitteerde de Rijksoverheid een recordbedrag van 67 miljard euro, met name voor de financiering van steun aan Nederlandse banken.

Niet alleen de uitgifte van kort papier vormde een alternatief voor het moeilijker worden van emissies van kapitaalmarktpapier. Banken en bedrijven bleven zich ook met andere vormen van vreemd vermogen financieren. Op de balans van banken stond eind 2008 tegenover EUR 400 miljard aan schuld papier een bedrag aan deposito's³ en overig vreemd vermogen ter waarde van EUR 1.736 miljard (tabel 3). Deze deposito's namen bovendien toe met EUR 268 miljard in 2007 en EUR 66 miljard in 2008 (tabel 4). Als gevolg hiervan is sinds de crisis de relatieve omvang van schuld papier als bron van financiering afgenomen van 21 procent van het

Tabel 2 Bruto emissie van schuldpapier ¹

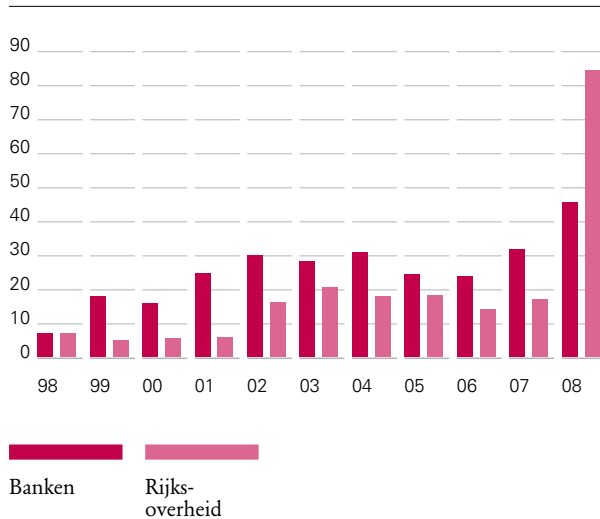
Miljarden euro's

	Geldmarktpapier			Obligaties		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Banken	126	140	209	79	70	55
Overige financiële instellingen	1	-	-	54	133	76
Rijksoverheid	58	75	231	27	22	32
Bedrijven	0	0	-	8	12	12
Totaal	184	215	440	168	237	176

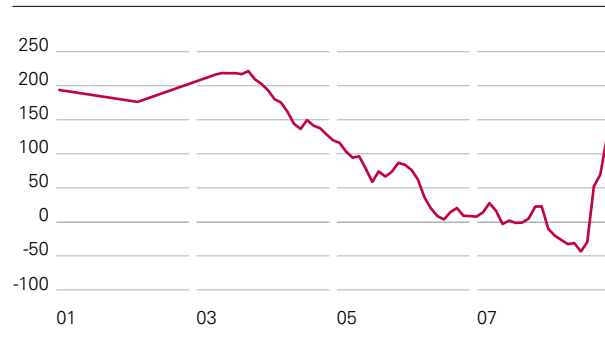
¹ Door afrondingsverschillen zijn de totalen mogelijk niet exact gelijk aan de som van de onderdelen.

Grafiek 3 Uitstaande kortlopende effecten

Miljoenen euro's

**Grafiek 4** Spread 10-jaars rente versus 1-jaars rente

Basispunten



totale vreemde vermogen in 2006 naar 18 procent eind 2008. Ook voor bedrijven geldt dat financiering via de kapitaalmarkt achterblijft bij financiering via de andere hoofdbron, bankleningen.

Korte rente duikt omlaag, risicopremie stijgt sterk

Medio 2007 zette mede door de kredietcrisis een stijging in van zowel de korte rente als de lange rente. Halverwege 2008 kwam daaraan een einde en daalde met name de korte rente bijzonder sterk in reactie op

beleidsmaatregelen van de ECB. Het verschil tussen de lange en korte rente nam in korte tijd toe met zo'n 200 basispunten (grafieken 4 en 5). Door de daling van de korte rente heeft de Rijksoverheid kunnen profiteren van lagere rentekosten bij de extra uitgifte van geldmarktpapier (mede ter financiering van de steun aan banken). Banken hadden al vanaf 2007 meer kort en minder lang papier uitgegeven, toen de korte rente nog vrijwel gelijk was aan de lange rente.

De verminderde uitgifte van lang papier door met name banken en bedrijven was een gevolg van een stijging van de kosten van dit papier. Beleggers meden risi-

Tabel 3 Uitstaande bedragen vreemd vermogen ultimo 2008

Miljarden euro's

	Geldmarkt-papier	Obligaties	Bankleningen	Deposito's en overige vreemd vermogen banken	Totaal vreemd vermogen
Banken	45	355	-	1.736	2.136
Overige financiële instellingen	-	366	167	-	533
Rijksoverheid	84	199	-	-	283
Bedrijven	-	54	253	-	307
Overig	-	1	478	-	479
Totaal	129	975	898	1.736	3.738

Tabel 4 Mutatie in overige bronnen van financiering ¹

Miljarden euro's

	2006	2007	2008
Banken	135	268	66
Overige financiële instellingen	5	1	5
Rijksoverheid	-	-	-
Bedrijven	15	23	17

¹ Voor banken betreft dit deposito's en overige passiva; voor overige financiële instellingen en bedrijven.

co's en verkozen risicovrije staatsobligaties boven door banken en bedrijven uitgegeven papier. Om toch kopers aan te trekken moesten banken en bedrijven daarom steeds hogere rendementen bieden. Voorafgaand aan de kredietcrisis was de prijs van risico, gemeten als het renteverskil ten opzichte van staatsobligaties – enkele tientallen basispunten – zeer laag (grafiek 6). Eind 2008 daarentegen betaalden banken en bedrijven fors hogere risicopremies dan bijvoorbeeld in de periode na de dotcom-crisis in 2000-2001. Private instellingen met de hoogst mogelijke kredietstatus (AAA) betaalden in de tweede helft van 2008 tot zo'n 100 basispunten bovenop de rente op staatsobligaties. De risicopremie die instellingen met een minder robuuste kredietstatus betaalden kon oplopen tot een veelvoud hiervan. De toename van de risicopremie was voor banken groter dan voor bedrijven (grafiek 7).

Per saldo viel de rentestijging echter lager uit door een daling van de risicovrije rente op overheidspapier, die met 3,6 procent het dieptepunt van 2005 benaderde. De rente voor instellingen met een sterke kredietstatus

(AAA) bleef hierdoor nog onder die in de jaren volgend op de dotcom-crisis. Minder kredietwaardige instellingen waren echter duurder uit dan destijds.

Terwijl de door banken betaalde rente op kapitaalmarktpapier uitgegeven voor 2007 veelal dicht in de buurt van het rendement op staatsobligaties lag, is de rente die banken gemiddeld betalen sindsdien snel toegenomen (grafiek 8). In het laatste kwartaal van 2008 daalde de gemiddelde rente op emissies van banken scherp. Dat kwam door twee grote emissies met een garantie van de Nederlandse staat, waarover een relatief

Grafiek 5 Rentetermijncurves (naar looptijd in jaren)

In procenten

**Grafiek 6 Eurogebied: rente op door private instellingen en door overheden uitgegeven obligaties**

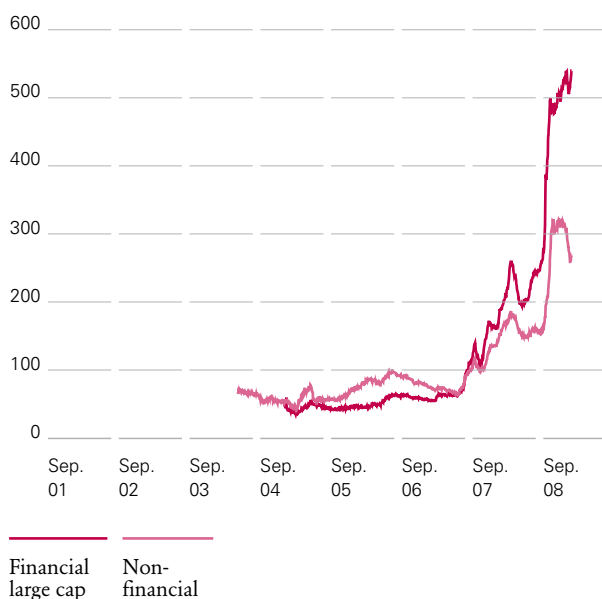
In procenten



Bron: Thomson Financial, Merrill Lynch, looptijd betreft 7-10 jaar.

Grafiek 7 Eurogebied: verschil tussen rente op door private instellingen en door overheden uitgegeven obligaties

Basispunten



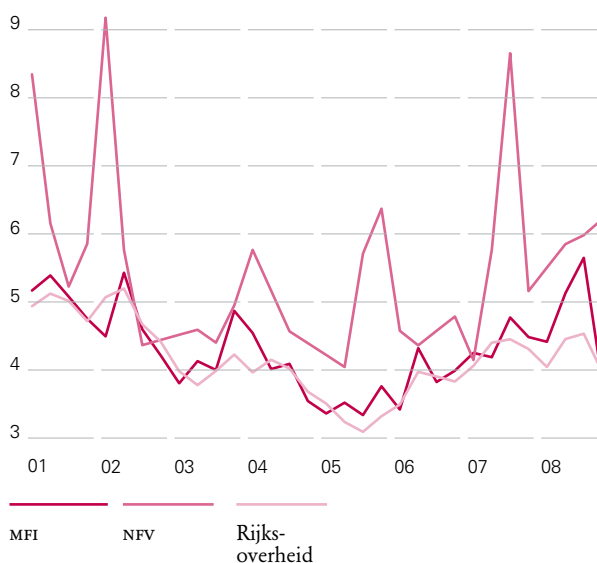
Bron: Thomson Financial, Merrill Lynch, looptijd betreft 7-10 jaar

lage rente betaald hoefde te worden. De rente lag voor bedrijven over het algemeen hoger dan voor banken, maar is sinds 2007 minder sterk gestegen.

De gestegen rente is van belang voor de herfinanciering van af te lossen papier en voor uitbreiding van de schuldpositie. In totaal bedroegen de aflossingen in

Grafiek 8 Rente op door Nederlandse banken en bedrijven en de Rijksoverheid uitgegeven obligaties¹

Procenten

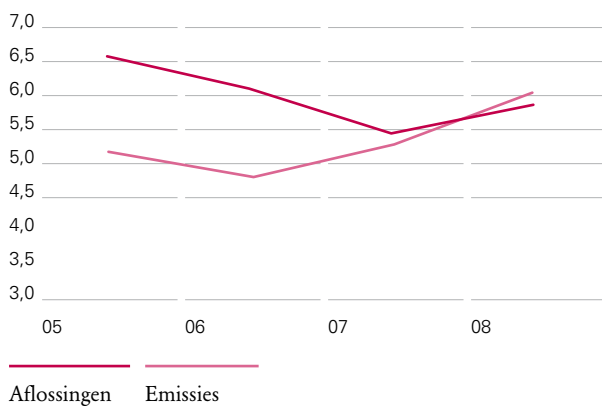


¹ Obligaties genoteerd in Euro; gewogen gemiddelden per kwartaal; reeks Rijksoverheid betreft obligaties met looptijd 7-10 jaar.

2008 circa 10 procent van de uitstaande schuld. De verschillen per sector zijn echter groot. Bedrijven hebben in 2008 bijna 20 procent moeten herfinancieren, banken ruim 10 procent en overige financiële instellingen – als gevolg van de veelal zeer lange looptijd van door spv's uitgegeven papier – minder dan 5 procent.

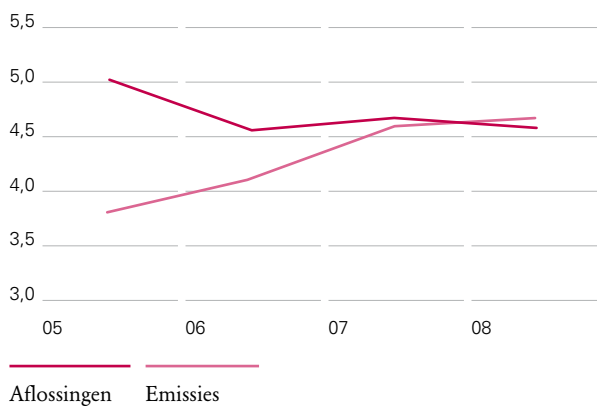
Grafiek 9 Gemiddelde kosten betaald over door bedrijven afgeloste en nieuw uitgegeven obligaties

Procenten



Grafiek 10 Gemiddelde kosten betaald over door banken afgeloste en nieuw uitgegeven obligaties

Procenten



Omdat de rente op emissies in 2008 ondanks de recente stijging niet veel hoger is dan die op af te lossen papier, zijn de rentelasten van banken en bedrijven vooralsnog slechts beperkt toegenomen (grafieken 9 en 10). De kosten van bijvoorbeeld bedrijven namen toe met EUR 20 miljoen op een totaal aan rentelasten van zo'n EUR 3 miljard. In voorgaande jaren was de rente die betaald moest worden op uitgegeven obligaties nog aanzienlijk lager dan de rente op af te lossen papier, waardoor herfinanciering tot forse besparingen op de rentelasten leidde. In 2005 ging herfinanciering door bedrijven gepaard met een afname van hun rentelasten met EUR 100 miljoen (4 procent van de totale rentelasten).

¹ Exclusief bijzondere financiële instellingen (BFI's).

² Niet-financiële vennootschappen.

³ Het betreft deposito's van huishoudens, andere banken en tevens de centrale bank.