

# De waarde van overheidsgaranties voor banken

Systeembanken hebben een impliciete overheidsgarantie omdat overheden deze banken redden als ze in de problemen komen. Die garantie zorgt ervoor dat banken een lagere rente betalen voor hun schuldfinanciering. Het financieringsvoordeel dat hiermee gepaard gaat, lag over de periode 2008–2010 voor de 151 bestuurde Europese banken op een gemiddelde reductie van 63 basispunten, terwijl de reductie 87 basispunten was over de periode 2008–2011. Het voordeel fluctueert sterk in de tijd.

**MICHEL BIJLSMA**

Onderzoeker bij het  
Centraal Planbureau

**REMCO MOCKING**

Onderzoeker bij het  
Centraal Planbureau

De financiële crisis heeft eens te meer duidelijk gemaakt dat beleidsmakers bereid zijn systeembanken te redden om faillissement te voorkomen, want een faillissement van dergelijke banken zou onacceptabele schade veroorzaken. De impliciete garanties zorgen ervoor dat de schuldeisers van banken minder kredietrisico lopen. Dat vertaalt zich in een lagere rendementseis, waardoor systeembanken een lagere rente betalen op hun schuldfinanciering. Hoe groot is het financieringsvoordeel voor systeembanken als gevolg van deze impliciete garantie? Een antwoord kan worden gevonden door het financieringsvoordeel als gevolg van impliciete overheidsgaranties te berekenen voor 151 grote Europese banken (Bijlsma en Mocking, 2013).

## METHODE

Aan de hand van kredietbeoordelingen van Moody's wordt onderzocht hoe groot de waarde van impliciete overheidsgaranties is voor 151 grote Europese banken. Moody's beoordeelt de kredietwaardigheid van banken zowel met als zon-

der de impliciete garantie van de overheid. De beoordeling exclusief externe steun geeft een inschatting van de intrinsieke kredietwaardigheid van de bank. De beoordeling inclusief externe steun is minimaal even hoog als de beoordeling exclusief steun. Het verschil tussen de twee beoordelingen staat ook wel bekend als de *rating uplift* en speelt een centrale rol in de hier gegeven analyse, omdat de rente die een bank zou betalen als de impliciete garantie afwezig is, niet observeerbaar is.

De financieringskosten van een bank hangen samen met de kredietbeoordelingen inclusief externe steun (Sironi, 2003). De financieringskosten van banken met een specifieke kredietwaardigheid inclusief externe steun, bijvoorbeeld banken met een Aaa-beoordeling, worden benaderd door het rendement op obligaties die zijn uitgegeven door de banken met die beoordeling in de dataset. Het rendement op obligaties is de zogeheten *yield to maturity*, dat is de rente waarbij de netto contante waarde van de couponbetalingen gelijk is aan de actuele marktprijs van de obligatie. Deze rendementen zijn op een dagelijkse basis beschikbaar in Datastream. Dit maakt het mogelijk om de relatie tussen financieringskosten en kredietbeoordelingen inclusief externe steun te schatten met behulp van lineaire regressies voor elke dag in de periode januari 2008 – juni 2012. Figuur 1 laat deze geschatte relatie tussen kredietbeoordelingen en financieringskosten zien voor kredietwaardigheden oplopend van Baa3 tot Aaa. De financieringskosten voor banken met een Baa3-beoordeling zijn pas beschikbaar vanaf juli 2010, omdat er eerder geen banken voorkwamen in de dataset met een dergelijke lage beoordeling. Hoe beter de kredietbeoordeling, hoe lager de financieringskosten. De grafiek laat ook duidelijk zien hoe het verschil in financieringskosten tussen de hoogste en de laagste ratingklasse oploopt tot halverwege 2011 om daarna weer langzaam te dalen.

De relatie tussen financieringskosten en de beoordeling inclusief steun kan gebruikt worden om een inschatting te maken van de toename in financieringskosten in het hypothetische geval dat een bank geen externe steun zou krijgen.

Een voorbeeld verheldert de wijze waarop dit gebeurt. Een bank met een Aa3-beoordeling inclusief steun en een Baa1-beoordeling zonder steun (dit is dus de rating uplift), betaalt in werkelijkheid een rente die op de Aa3-curve ligt, terwijl dezelfde bank zonder die steun de rente zou betalen die behoort bij de hoger gelegen Baa1-curve. De rente behorende bij een Baa1-beoordeling wordt bepaald aan de hand van de rentes die andere banken in de dataset met een Baa1-beoordeling hebben inclusief steun betalen. Het financieringsvoordeel uitgedrukt als percentage van de rente die een bank betaalt, zou voor deze bank begin 2012 dus ongeveer drie procentpunt zijn. Omdat het verschil sterk fluctueert over de tijd, zou deze bank begin 2008 overigens een financieringsvoordeel van slechts 0,3 procent genieten. Om de waarde van het totale financieringsvoordeel te berekenen, moet het procentuele financieringsvoordeel nog vermenigvuldigd worden met een bepaalde grondslag waarover het voordeel behaald wordt. De bank betaalt een lagere rente voor alle vormen van schuldfinanciering die kredietrisico dragen. Daarom vormen de totale beoordelingsgevoelige schulden van een bank de grondslag voor het financieringsvoordeel.

Voor alle 151 banken in de dataset wordt het financieringsvoordeel op elke dag gedurende de periode januari 2008 – juni 2012 bepaald door het verschil tussen de rente behorend bij een beoordeling zonder en de rente behorende bij een beoordeling met steun te vermenigvuldigen met het totaal aan beoordelingsgevoelige schulden. Vergelijking (1) geeft deze formule schematisch weer:

$$\frac{(\text{rente zonder steun} - \text{rente met steun}) \times}{\text{beoordelingsgevoelige schulden}} \quad (1)$$

De standaardfouten van de regressiecoëfficiënten, die geproduceerd worden bij het schatten van de relatie tussen financieringskosten en kredietbeoordelingen, worden gebruikt om een onzekerheidsmarge van het totale financieringsvoordeel te berekenen.

#### UITKOMSTEN

Figuur 2 laat de ontwikkeling van het financieringsvoordeel (als percentage van het bbp) en de onzekerheidsmarge voor Nederlandse banken zien. In de periode vóór september 2008 lag het financieringsvoordeel rond de 0,07 procent van het bbp. Vervolgens is deze waarde gestegen tot 0,65 procent in de eerste helft van 2012. Uit de figuur blijkt duidelijk dat het financieringsvoordeel toeneemt in perioden met een financiële crisis.

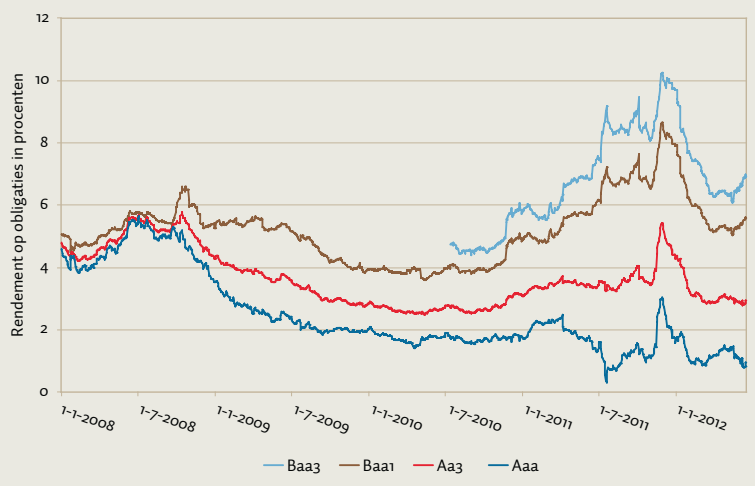
Het totale financieringsvoordeel kan fluctueren door veranderingen in de drie componenten die de basis vormen voor de berekening. Dit zijn de rating uplift, het verschil tussen de hypothetische financieringskosten in het geval zonder steun en de daadwerkelijke financieringskosten en tenslotte de grondslag.

Er zijn twee grote pieken te zien in figuur 2, namelijk in de eerste helft van 2009 (ongeveer 0,50 procent) en in de tweede helft van 2011 (ongeveer 0,80 procent). Deze pieken vertonen een sterk verband met de veranderingen in de relatie tussen financieringskosten en kredietbeoordelingen zoals weergegeven in figuur 1. Veranderingen in kredietbe-

oordelingen en, daarmee samenhangend, rating uplifts spelen eveneens een rol. Tot en met 2009 was de gemiddelde rating uplift van Nederlandse banken ongeveer 1,3 stappen. Daarna is de gemiddelde uplift toegenomen tot ongeveer 2,5 stappen in de eerste helft van 2012. Bij een gelijkblijvende relatie tussen financieringskosten en kredietbeoordelingen zou dit dus een groter financieringsvoordeel betekenen. Een toename van de hoeveelheid beoordelingsgevoelige schuld zou ook een verklaring kunnen vormen voor een hoger financieringsvoordeel (vergelijking 1). De hoeveelheid beoordelingsgevoelige schuld neemt echter af over de periode 2008–2012 en kan daarom geen verklaring vormen voor de toename van het financieringsvoordeel voor Nederlandse banken.

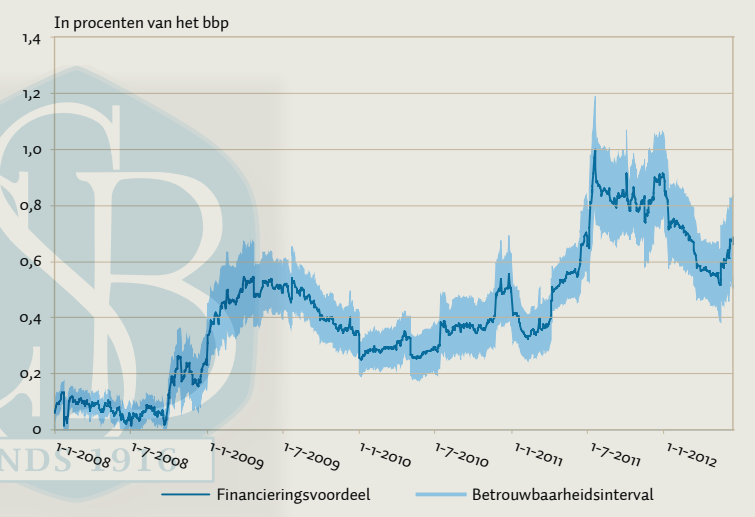
**Relatie tussen financieringskosten en kredietbeoordelingen, 2008 - 2012**

FIGUUR 1



**Financieringsvoordeel Nederlandse banken, 2008 - 2012**

FIGUUR 2



De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Het financieringsvoordeel van banken hangt af van de kredietwaardigheid van de overheid. Moody's neemt de kredietwaardigheid van de overheid mee in de kredietbeoordeling inclusief externe steun. Wanneer de overheid minder kredietwaardig is, zal de rating uplift dus lager zijn, met als gevolg een lagere waarde van de overheidsgarantie. Inderdaad is het geschatte financieringsvoordeel in Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk ongeveer even hoog als in

## De hoeveelheid beoordelingsgevoelige schuld neemt echter af over de periode 2008–2012 en kan daarom geen verklaring vormen voor de toename van het financieringsvoordeel voor Nederlandse banken

Nederland. Daarnaast is de ontwikkeling van het financieringsvoordeel over de tijd in deze landen vergelijkbaar met de ontwikkeling in Nederland. In Italië, Portugal en Spanje, precies de landen met minder kredietwaardige overheden, is het financieringsvoordeel voor grote banken minder groot ten opzichte van het bbp.

### VERGELIJKING MET ANDERE STUDIES

Schich en Lindh (2012) volgen een vergelijkbare strategie om de hoogte van het financieringsvoordeel te berekenen voor banken uit verschillende Europese landen. Tabel 1 vergelijkt

**Financieringsvoordeel als percentage van het bbp, in maart 2012 (aantal banken in dataset)**

**TABEL 1**

Land	Schich en Lindh (2012)	Bijlsma en Mocking
Zweden	0,65 (6)	0,91 (4)
Duitsland	0,95 (17)	0,85 (11)
Frankrijk	0,35 (7)	1,02 (7)
Oostenrijk	0,70 (6)	0,62 (8)
Verenigd Koninkrijk	0,40 (14)	0,57 (11)
Nederland	0,40 (8)	0,62 (7)
Italië	0,30 (13)	0,24 (11)
België	0,02 (2)	0,27 (4)
Spanje	0,10 (10)	0,41 (8)
Ierland	0,05 (3)	1,23 (5)

de resultaten met die van hun. Voor een aantal landen (Duitsland, Oostenrijk, Italië) zijn de bevindingen van een vergelijkbare orde van grootte. Voor de overige landen zijn de schattingen van Bijlsma en Mocking hoger. Er zijn vier mogelijke verklaringen waardoor deze verschillen gedreven worden. Ten eerste zijn niet exact dezelfde banken opgenomen in de twee studies. Ten tweede maken Schich en Lindh gebruik van een andere kredietbeoordeling van Moody's. Deze beoordeling neemt de mogelijke steun van een moederonderneming in ogenschouw bij de bepaling van de intrinsieke kredietwaardigheid van een bank. Ten derde worden er andere definities van beoordelingsgevoelige schuld gebruikt in de twee studies. En ten vierde is de methode die gebruikt wordt om de relatie tussen financieringskosten en kredietbeoordelingen te bepalen niet hetzelfde in beide studies.

Om de resultaten te vergelijken met die van andere studies moet het financieringsvoordeel uitgedrukt worden als (1) een jaarlijks gemiddeld rentevoordeel of (2) netto contante waarde van de jaarlijkse gemiddelde rentevoordelen om te kunnen bepalen wat een plotselinge verandering van de systeembankstatus waard zou zijn voor de bank.

De gemiddelde reductie in de financieringskosten was 63 basispunten over de periode 2008–2010 voor de 151 banken, terwijl de reductie 87 basispunten was over de periode 2008–2011. Anginer en Warburton (2011) vinden een financieringsvoordeel van 0,88 procent voor grote banken in de VS gedurende de periode 2008–2010. Dit getal komt dus overeen met de gemaakte schattingen. Schweikhard en Tsemelidakis (2012) vinden daarentegen een veel groter financieringsvoordeel van wel 7,5 procent van de totale schuld-uitgave van grote banken in de VS in de periode 2007–2010.

Om de netto contante waarde te bepalen, wordt de reductie in financieringskosten uitgedrukt als percentage van totale bezittingen. Voor de 151 onderzochte Europese banken ligt het jaarlijkse financieringsvoordeel als percentage van totale bezittingen tussen de 0,14 en 0,22 procent. Met een discontovoet van vijf procent resulteert dit in een netto contante waarde van het bereiken van de systeembank-status tussen de 2,8 en 4,4 procent. Deze toename van de netto contante waarde wordt vervolgens vergeleken met de toename van aandelenkoersen die in andere studies berekend wordt om de waarde van de systeembank-status te berekenen. Merk op dat de netto contante waarde van de financieringsvoordelen een bovengrens vormt voor de toename van aandelenkoersen. De financieringsvoordelen zullen immers deels bij de consument terecht komen en niet volledig tot uiting komen in hogere winsten en daarmee hogere aandelenkoersen.

O'Hara en Shaw (1990) vinden dat aandelenkoersen 1,3 procent stijgen als gevolg van de aankondiging van de Comptroller of the Currency in de VS in 1984 dat de elf grootste banken too big to fail zijn. Pop en Pop (2009) vinden dat de aandelenkoersen van grote Japanse banken met 2,8 procent toenemen nadat de Japanse overheid de op vier na grootste bank van de ondergang heeft gered in 2003. Brewer en Jagtiani (2011) analyseren fusies tussen banken en vinden dat overnemende banken een extra premie betalen wanneer de bank de systeembank-status bereikt na de fusie. Deze premie is equivalent aan 2,6 procent extra netto toegevoegde waarde. De financieringsvoordelen in deze studies komen overeen met de bevindingen van Bijlsma en Mocking (2013).

## Financieringsvoordeel als jaarlijks gemiddeld voordeel en als netto contante waarde

TABEL 2

Studie	Resultaat	Bijlsma en Mocking
Anginer en Warburton (2011)	0,88 procent gedurende 2008-2010 (VS)	0,63 procent gedurende 2008-2010, 0,87 procent gedurende 2008-2011 (Europa)
Schweikhard en Tsesmelidakis (2012)	7,5 procent financieringsvoordeel over totale schulduitgave in periode 2007-2010 (VS)	0,63 procent gedurende 2008-2010, 0,87 procent gedurende 2008-2011 (Europa)
O'Hara en Shaw (1990)	1,3 procent hogere aandelenkoersen als gevolg van verandering systeembank-status (VS)	2,8 - 4,4 procent toename netto contante waarde als complete voordeel in winst tot uiting komt
Pop en Pop (2009)	2,8 procent hogere aandelenkoersen als gevolg van verandering systeembank-status (Japan)	2,8 - 4,4 procent toename netto contante waarde als complete voordeel in winst tot uiting komt
Brewer en Jagtiani (2011)	Hoogte systeembank-merger premie equivalent aan 2,6 procent extra toekomstige winsten (VS)	2,8 -4,4 procent toename netto contante waarde als complete voordeel in winst tot uiting komt

### CONCLUSIE

De private waarde van impliciete overheidsgaranties voor grote Europese banken is aanzienlijk en deze waarde is sterk gestegen gedurende de periode januari 2008 – juni 2012. Een logische vervolgvraag luidt nu wat de maatschappelijke kosten zijn van deze impliciete garanties. De impliciete overheidsgaranties bieden immers een verzekering zonder dat daar een prijs voor berekend wordt, wat zo leidt tot inefficiënties. Maar hoe hoog de maatschappelijke kosten van die verstoring zijn, daar kan op basis van deze studie nog niets over gezegd worden. Die kosten ontstaan op verschillende manieren. Ten eerste verstoren de impliciete overheidsgaranties het level playing field door de financieringskosten van grote banken te verlagen en die van kleine banken niet. Kleine banken kunnen daardoor minder goed concurreren met grote banken. Minder concurrentie betekent minder prikkels om efficiënt te opereren. Ten tweede hebben banken er voordeel bij om groter te worden dan nodig om alleen economische schaalvoordelen te realiseren. Grote banken zijn immers vaak systeembanken en profiteren dus van lagere financieringskosten. Ook hierdoor ontstaat inefficiëntie. Ten derde geven de garanties banken prikkels om te veel risico te nemen. Het opwaartse potentieel ligt immers bij de bank, terwijl de overheid het neerwaartse risico draagt. Ten slotte zorgt concurrentie ervoor dat de lagere financieringskosten deels aan de klanten van banken worden doorgegeven. De garanties verlagen zo de kosten van financiële diensten, met overconsumptie van deze diensten als gevolg.

Deze kosten die met deze effecten gepaard gaan, moeten worden afgewogen tegen mogelijke voordelen van grote banken, in de vorm van potentiële schaalvoordelen of betere mogelijkheden tot diversificatie. Daarbij kunnen impliciete garanties ook een rol spelen bij de transmissie van monetair beleid. De financieringskosten van grote banken zijn door de impliciete garanties minder gevoelig voor marktsentiment: in tijden van economische of financiële crisis is het financieringsvoordeel groter door hogere rating uplifts en een ster-

kere relatie tussen financieringskosten en kredietbeoordelingen. Dit kan ervoor zorgen dat ook de rentes voor kredieten die consumenten en bedrijven betalen minder op en neer bewegen in perioden van economische crisis.

### LITERATUUR

- Anginer, D. en A. Warburton (2011) *The end of market discipline? Investor expectations of implicit state guarantees*. Werkdocument aan de universiteit van Syracuse.
- Bijlsma, M. en R. Mocking (2013) *The private value of too-big-to-fail guarantees*. CPB Discussion Paper, 240.
- Brewer, E. en J. Jagtiani (2011) *How much did banks pay to become too-big-to-fail and to become systemically important? Federal Reserve Bank of Philadelphia working paper*, 09(34).
- O'Hara, M. en W. Shaw (1990) *Deposit insurance and wealth effects: the value of being 'too big to fail'*. *Journal of Finance*, 45(5), 1587-1600.
- Pop, A. en D. Pop (2009) *Requiem for market discipline and the specter of TBTF in Japanese banking*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(4), 1429-1459.
- Schich, S. en S. Lindh (2012) *Implicit guarantees for bank debt: where do we stand? OECD Journal: Financial Market Trends*, 2012(1), 45-63.
- Schweikhard, F. en Z. Tsesmelidakis (2012) *The impact of government interventions on CDS and equity markets*. Werkdocument op [ssrn.com](http://ssrn.com).
- Sironi, A. (2003) *Testing for market discipline in the European banking industry: evidence from subordinated debt issues*. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 35(3), 443-472.