

Herkapitalisatie banken schept ruimte voor stimulering

De wereldwijde kredietcrisis en de daarop volgende schulden crisis in Europa hebben duidelijk gemaakt dat de rol van de financiële sector cruciaal is voor de analyse van macro-economisch beleid. Beleid dat structureel ingrijpt zodat op korte termijn de vermogenspositie van de banken herstelt (herkapitalisatie), schept mogelijkheden voor budgettair stimuleringsbeleid.

TIMOTEJ HOMAR

Promovendus aan
de Universiteit van
Amsterdam

CHRISTIAAN VAN DER KWAAK

Promovendus aan
de Universiteit van
Amsterdam

SWEDER VAN WIJNBERGEN

Hoogleraar aan de
Universiteit van
Amsterdam

Het debat over stimuleringsbeleid is in Nederland, overigens net als in de Verenigde Staten, aan het afglijden naar een uitwisseling van geloofsbelijdenissen tussen doven. De bezuinigers volstaan met de mantra over het huishoudboekje op orde brengen, de keynesianen geven Wilders-achtige sneers over die waanzinnige drie-percentnorm en geloven blind in de heilzame werking van overheidstekorten. Beide kampen besteden weinig of geen aandacht aan de moderne ontwikkelingen binnen de macro-economie, waar sinds de crisis een metamorfose aan de gang is en de vraag veel genuanceerder gesteld wordt. De vraag is niet meer: geloof je wel of niet in Keynes, maar: onder welke omstandigheden werkt budgettair stimuleren, en – subsidiair – wordt er in het betreffende land op het moment van besluiten aan die voorwaarden voldaan? Recent onderzoek geeft aan dat de staat van de financiële sector, en in het bijzonder de vermogenspositie van de banken, hier een cruciale rol in spelen.

De wereldwijde kredietcrisis en de daarop volgende schulden crisis in Europa heeft duidelijk gemaakt dat traditionele macro-economie aan beleidsmakers geen relevante antwoorden meer kan geven, voornamelijk omdat sinds be-

gin jaren tachtig de macro-economie geen enkele aandacht meer geschonken heeft aan de rol van de financiële sector in de analyse van macro-economisch beleid (trouwens, met de huidige FED-voorzitter Ben Bernanke als een van de vroege uitzonderingen hierop). Maar de huidige situatie in Europa heeft overduidelijk gemaakt dat de giftige omhelzing tussen ondergekapitaliseerde banken en overheden met tekorts- en schuldenproblemen aan de wortel van de huidige malaise ligt. De financiële sector speelt een cruciale rol in de moderne economie en als macro-economische modellen relevant willen zijn, zullen ze dat moeten incorporeren. Daarmee heeft de macro-economie reeds een begin gemaakt.

INTERVENTIES BANKSYSTEEM EN RECESSIEDUUR

Reinhart en Rogoff (2009) laten zien dat financiële crises altijd leiden tot ongebruikelijk langdurige recessies. De zeer beleidsrelevante vervolgvraag is op wat voor manier de verwachte duur van recessies na een crisis afhangt van hoe precies het banksysteem geholpen wordt. Ruw geschetst komt de keus neer op: laat de banken structureel onveranderd maar geef ze genoeg geld om te overleven (liquiditeitssteun), of grijp structureel in en dwing ze op korte termijn hun vermogenspositie te herstellen (herkapitalisatie). De eerste route wordt in Europa gevolgd, terwijl de tweede route de Amerikaanse benadering is geweest, al in 2009. In de Europese benadering creëer je ‘zombiebanken’, banken die vanwege hun slechte vermogenspositie een maatschappelijk schadelijke overlevingsstrategie kiezen. Een bank wordt een zombiebank wanneer er een scherpe daling in de waarde van de activa optreedt. Vaak proberen banken de erkenning van dit soort verliezen uit te stellen, ze wachten liever op goed nieuws – hoe klein de kans daarop ook is – dan dat ze slechte leningen liquideren, wat middelen vrij zou maken om nieuwe leningen te verstrekken. Op macroniveau betekent dit een langere recessie omdat zo gezonde bedrijven van krediet verstoken blijven, terwijl slechte bedrijven coulant behandeld worden, teneinde zo noodzakelijke aanpassingen op de lange baan schuiven. Dit probleem

vermindert bij een hoger eigen vermogen van de bank, zo volgt uit theoretische analyse in Homar en Van Wijnbergen (2013). Dan kunnen verliezen namelijk minder makkelijk afgewenteld worden op de crediteuren van de bank en worden aandeelhouders en managers voorzichtiger.

LIQUIDITEITSSTEUN VERSUS HERKAPITALISERING

Liquiditeitsverschaffing kan gebeuren via het verschaffen van garanties op deposito's, algemene garanties op bankpassiva of directe liquiditeitsverschaffing door de centrale bank. Deze interventies voorkomen bankfaillissementen, maar laten de prikkel om slechte leningen in stand te houden voortbestaan. Daarentegen vergroot een vroege en voldoende omvangrijke herkapitalisatie (leveren van nieuw eigen vermogen) de prikkel voor banken om hun slechte leningen aan te pakken. Het doel van herkapitalisatie is om het vermogen van de bank terug te brengen op een niveau waarop de bank zich weer als een voorzichtige bank gedraagt.

Empirisch is de duur van recessies, na 67 systeemcrises in het bankwezen, vanaf 1980 tot nu onderzocht (Homar en Van Wijnbergen, 2013). De uitdaging bij dit soort onderzoeken is dat in geval van ernstige crises vaak ander beleid wordt gevoerd dan bij mildere crises: de ernst van de crisis beïnvloedt zowel de keuze van beleidsrespons als de recessieduur. Als je daar geen rekening mee houdt bij je econometrische analyse, krijg je verkeerde schattingen. Maar met behulp van paneldata over interventies uit ieder kwartaal van een recessie kan het effect ingeschat worden van een interventie die niet gecorreleerd is aan de niet-waargenomen ernst van de crisis. De recessieduur is gemodelleerd als een proces dat elk kwartaal kan eindigen. De kans dat herstel optreedt in een bepaald kwartaal hangt af van de ernst van de crisis, van de periode dat de recessie al duurt en van het toegepaste beleid. Met een econometrische aanpak kan de ernst van de crisis geschat worden als een vast effect in een duurmodel, en kunnen variabelen die de interventie beschrijven hiermee gecorreleerd worden. De schattingen van het effect van interventie zijn alleen gebaseerd op de component die niet met de ernst van de crisis gecorreleerd is.

RESULTATEN

De resultaten zijn verrassend scherp: herstructureringsprogramma's met herkapitalisatie bij banken leiden tot een significante toename van de kans op herstel en dus tot aanzienlijk kortere recessies. Liquiditeitssteun zorgt ook voor een toename van de kans op herstel, maar dit effect is niet zo groot als bij de herkapitalisatie van banken, en sowieso maar marginaal significant. Algemene garanties op bankpassiva en monetaire expansie hebben geen significant effect op de kans op herstel. Figuur 1 laat zien hoe een herkapitalisatie de verwachte kans op economisch herstel verhoogt. In de grafiek worden herstelkansen (verticale as) uitgezet tegen het aantal kwartalen dat de recessie al duurt.

In de figuur worden de econometrische resultaten uit het onderzoek gebruikt om de herstelkansen van een economie te berekenen als een functie van de tijd dat de recessie al duurt sinds een financiële crisis, met en zonder herkapitalisatie van de bank. De voorspelde kansen op het feit dat de recessie nog niet is beëindigd in het voorgaande kwartaal zijn conditioneel. De vorm van de curven geeft het tijdsverloop aan van

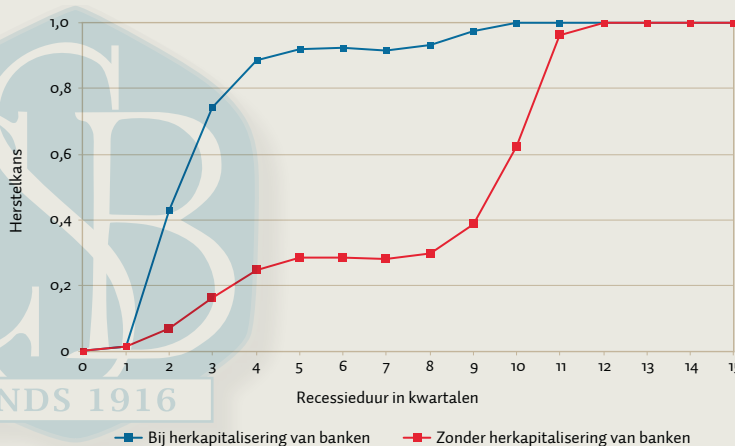
de kans dat de recessie afloopt in het op de horizontale as aangegeven kwartaal. In het begin is de kans op economisch herstel laag, maar die gaat langzaam omhoog naarmate de tijd verstrijkt, om uiteindelijk op 1 te eindigen – aan alle recessies komt een keer een eind. De rode lijn geeft het tijdsverloop van de herstelkansen zonder bankherkapitalisatie. De blauwe lijn geeft aan hoe de kans op herstel verbetert als er vroeg bij banken geïntervenieerd wordt middels een herkapitalisatie. De herstelkansen springen dan omhoog. Het zal dan ook geen verbazing wekken dat bij berekening van de verwachte recessieduur op basis van *exit probabilities* (herstelkansen), wordt gevonden dat een stevige herkapitalisatie de verwachte recessieduur halveert.

De huidige praktijk in Europa, het overeind houden van banken door ze alleen garanties en liquiditeit te bieden, leidt dus tot een significant langere recessie dan wanneer banken vroeg in de recessie rigoureus geherkapitaliseerd zouden zijn

Het garanderen van bankpassiva, verschaffen van liquiditeitssteun en het verruimen van het monetaire beleid blijken de kans op herstel niet significant te vergroten, al draagt liquiditeitssteun wel bij aan het effect van herkapitalisaties. De beleidsconclusie is duidelijk: pak zombiebancn zo snel mogelijk aan door herkapitalisatie af te dwingen, zodat de prikkels voor een prudent management van (slechte) leningen weer in lijn komen met het macro-economisch belang. Het verschaffen van liquiditeit kan noodzakelijk zijn maar draagt in isolatie niet bij aan het verkorten van de recessie-

Het effect van herkapitalisatie op tijd tot aan economisch herstel

FIGUUR 1



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.

duur. De huidige praktijk in Europa, het overeind houden van banken door ze alleen garanties en liquiditeit te bieden, leidt dus tot een significant langere recessie dan wanneer banken vroeg in de recessie rigoures geherkapitaliseerd zouden zijn, zoals in de Verenigde Staten is gebeurd. Dit kan een verklaring zijn voor het feit dat de Verenigde Staten zoveel sneller dan Europa zijn hersteld van de recessie die door de financiële crisis was veroorzaakt.

Dit betekent dat extra schulduitgifte door de overheid tot kredietchaarste leidt en de rentekosten van het bedrijfsleven verhoogt

WAAROM HERKAPITALISATIE VAN BELANG IS

De onderzoeksresultaten laten dus zien dat het herstructureren en herkapitaliseren van banken de kans op economisch herstel significant bevorderen. In het tweede onderzoeksproject ligt de nadruk op de vervolgvraag: waarom is herkapitalisatie van banken zo belangrijk voor economisch herstel?

Stimuleringsbeleid zonder herkapitalisatie minder effectief

Een onderzochte mogelijkheid is dat budgettaire stimuleringsbeleid (een deel van) zijn effectiviteit verliest als het financieel systeem in een krimpscenario vastzit (Van der Kwaak en Van

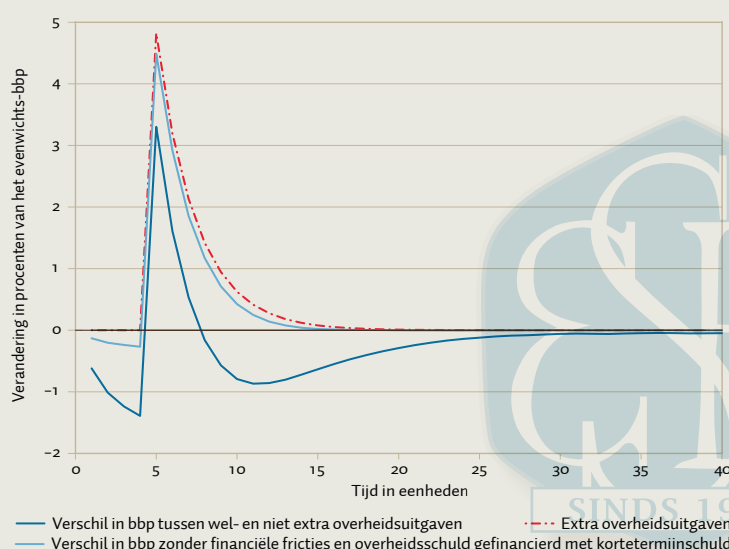
Wijnbergen, 2013b). Daartoe wordt een bankensector in een verder DSGE-standaardmodel (Dynamic Stochastic General Equilibrium) van de huidige macro-economie geïntroduceerd, in een opzet die voortbouwt op het baanbrekende werk van Gertler en Karadi (2011). Maar het model wordt verder uitgebreid om beter aan te sluiten bij de huidige problematiek in Europa, waar de interacties tussen publieke schuldproblematiek en financiële fragiliteit een hoofdrol spelen. Daartoe worden een aantal nieuwe elementen geïntroduceerd die van groot belang blijken voor de uiteindelijke voorspellingen en beleidsadviezen. Onze banken geven leningen aan zowel de private sector als de overheid. Dat laatste geschiedt door het opkopen van staatsobligaties. Die rol van banken in overheidsfinanciering is een realistische aanname. Bij de recente stresstesten in de eurozone kwam dit laatste fenomeen in verrassende mate naar voren: over de hele eurozone gemiddeld beslaat staatspapier in 2011 al een kleine twintig procent van de bankactiva, een percentage dat in sommige zuidelijke landen van de eurozone toen al opliep tot ver boven de vijftig procent. Die percentages zijn sindsdien ongetwijfeld verder opgelopen. Dit blijkt significante en negatieve macro-economische gevolgen te hebben.

Allereerst is zo een nieuw *crowding out*-mechanisme te zien waardoor de effectiviteit van budgettaire stimuli ondermijnd wordt (financiële fricties). Als de banken ondergekapitaliseerd zijn, hebben ze maar een beperkte uitleencapaciteit. En wanneer de overheid daar een olopemd beslag op legt, blijft er minder ruimte over voor het bedrijfsleven. Dit betekent dat extra schulduitgifte door de overheid tot kredietchaarste leidt en de rentekosten van het bedrijfsleven verhoogt. Wanneer een deel van die obligaties ook nog een langere looptijd heeft, komt er ook nog een tweede *crowding out*-mechanisme in het spel. Als financiële instellingen langlopend overheidspapier op hun balans hebben, leiden stijgende rentes op overheidspapier tot verliezen op de portefeuilles met staatsobligaties, wat weer de vermogenspositie van banken verslechtert. Dit effect wordt nog versterkt wanneer er wanbetalingsrisico ontstaat, wanneer de overheid niet langer alle uitstaande schulden terugbetaalt of wanneer een bepaalde schuldlimiet wordt overschreden. Samen met langlopend schuld papier op de bankbalans veroorzaakt het risico op wanbetaling een extra vicieuze cirkel die de effectiviteit van budgettaire stimuli nog verder onderuithaalt. Figuur 2 toont de resultaten van een budgettaire stimulus in de meest extreme variant van het onderzoeksmodel, met ondergekapitaliseerde banken die langlopend overheidspapier op hun balans houden met eventueel wanbetalingsrisico. In de simulatie wordt een stimuleringspakket aangekondigd, maar pas vier kwartalen na die aankondiging geïmplementeerd – een realistische aanname, gezien het budgetproces in de meeste landen. Alle grootheden worden weergegeven als percentage van het bbp-evenwichtsniveau (*steady state output*).

Het verschil in bbp tussen wel en niet extra overheidsuitgaven als percentage van evenwichts-bbp (donkerblauw) is te zien in figuur 2. De rode lijn geeft de extra overheidsuitgaven als percentage van evenwichts-bbp weer (rode gebroken lijn). De lichtblauwe lijn geeft het verschil in bbp weer na hetzelfde stimuleringspakket, maar voor het geval er geen financiële fricties zijn en de overheid gefinancierd wordt door kortetermijnschuld.

Effecten budgettaire stimulus op groei bij ondergekapitaliseerde banken

FIGUUR 2



In deze variant, met ernstig ondergekapitaliseerde banken die ook nog eens zwaar blootgesteld zijn aan rente en defaultrisico op overheidspapier, blijkt dat de verdisconteerde cumulatieve multiplier zelfs negatief wordt (zie tabel 1 voor het netto-effect over alle periodes heen). We nemen aan dat het pakket pas een jaar na aankondiging geïmplementeerd wordt, dus na een normale budgetcyclus. Zoals in figuur 2 te zien is, leidt dit onmiddellijk tot negatieve spill-over-effecten nog vóór de implementatie, omdat kapitaalmarkten vooruitlopen op de verwachte kredietverkrapping en de toekomstige verliezen op langlopend overheidspapier. In figuur 2 geeft de gebroken rode lijn de overheidsstimulering als percentage van het evenwichts-bbp weer. Anticipatie van extra overheidsuitgaven stuwt de rente op, waardoor er minder geleend wordt en de investeringen al omlaag gaan voordat het programma begint. Wanneer de extra uitgaven plaatsvinden, gaat het bbp even omhoog, maar het effect is slechts tijdelijk; het bbp zakt daarna verder weg dan wanneer er geen extra uitgaven zouden worden gedaan. Bij dit laatste negatieve effect spelen alle negatieve mechanismes een rol: oplopende krediet-schaarste vanwege ondergekapitaliseerde banken, kapitaalverliezen bij banken op hun beleggingen in langlopende overheidsobligaties vanwege oplopende rentes en de gevolgen van oplopend wanbetalingsrisico.

Tabel 1 toont de verdisconteerde cumulatieve multiplier voor vertraagd overheids-stimuleringsprogramma, waarbij de stimulering 4 kwartalen na het begin van de financiële crisis plaatsvindt. In deze multipliers zijn alle verschillen in output tussen wel en niet stimuleren (verdisconteerd) bij elkaar opgeteld, en gedeeld door de (verdisconteerde) extra overheidsuitgaven. De tabel laat zien dat in de simulatie met de meest extreme modelvariant (banken met langetermijnoverheidspapier op hun balans plus de mogelijkheid van default) het totale effect zelfs negatief is, de dynamische multiplier geeft aan dat alles bij elkaar de stimulering, zelfs met het directe effect meegerekend, een netto negatief effect heeft op het bbp. In Nederland zal het wat minder vaart lopen – de extreme modelvariant is evident een poging om de beleidsdilemma's in landen als Griekenland of Spanje te schetsen, en zo slecht staan wij er nog niet voor wat betreft de overheidsreputatie van kredietwaardigheid. Maar in meer of mindere mate spelen al deze negatieve *amplification cycles* ook in Nederland een rol. De simulaties met de minder extreme modelvarianten geven ook aan dat er significante negatieve effecten op de activiteiten in de private sector zijn na stimuleringsprogramma's als banken zwak gekapitaliseerd zijn, al gaat het niet zo ver dat de overall-effecten negatief worden.

Stimuleringsbeleid met herkapitalisering

Er is ook gekeken naar een alternatief beleid (Van der Kwaak en Van Wijnbergen, 2013a). Er wordt hetzelfde model gebruikt, maar in plaats van keynesiaanse stimulering besluit de overheid eerst de financiële instellingen te herkapitaliseren. Net zoals bij extra stimuleringsuitgaven kunnen er ook problemen ontstaan als er bij die herkapitalisatie meer schuld uitgegeven wordt – een sterk argument voor de nieuwe Cyprus-benadering van minister Dijsselbloem, dan wordt dat effect vermeden. Maar het positieve nieuws is dat met een beter gekapitaliseerd banksysteem de negatieve effecten van budgettaire stimulusprogramma's via bankbalansen niet of

Verdisconteerde cumulatieve multiplier

TABEL 1

Model	Kortetermijnschuld	Minder extreme variant: langetermijnschuld, geen default	Extreme variant: langetermijnschuld, default risk
Vcm	0,52	0,37	-0,51

nauwelijks meespelen en budgettaire stimuleren dus veel effectiever wordt.

CONCLUSIE

Natuurlijk is Nederland nog niet in de situatie van de meest extreme variant – Nederland is nog geen Spanje: onze publieke schuldpositie staat (nog) niet onder druk terwijl de banken onder het eurozone-gemiddelde liggen wat betreft overheidspapier op hun balans, met ongeveer tien procent. Toch is de boodschap van de analyse relevant. Zolang het financiële systeem fragiel is, valt minder of zelfs mogelijk niets te verwachten van budgettaire stimuleren. Met ondergekapitaliseerde banken worden de macro-economische effecten van stimuleringspakketten afgeremd door oplopende krediet-schaarste bij herstel, dat daarmee in de kiem gesmoord wordt. Een betere benadering zou zijn om de Amerikaanse route te volgen waar vroeg in de crisis banken zwaar onder druk gezet zijn om hun eigen vermogen te verhogen, via aandelen-emissies en niet via verminderde kredietverlening aan het bedrijfsleven. Daarna kan ook een hogere effectiviteit van budgettaire stimuleringsprogramma's worden verwacht en kan dat debat opnieuw gevoerd worden. Maar zolang banken nog aan de rem hangen vanwege hun te lage eigen vermogen, heeft dat weinig zin.

LITERATUUR

- Gertler, M.L. en P. Karadi (2011) A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 17–34.
- Gertler, M.L. en P. Karadi (2012) A framework to analyze large scale asset purchases as a monetary policy tool. *International Journal of Central Banking*, 9(S1), 5–53.
- Homar, T. en S.J.G. van Wijnbergen (2013) Recession after systemic banking crises: does it matter how governments intervene? *Tinbergen Institute Working Paper*, 13(039).
- Kirchner, M. en S.J.G. van Wijnbergen (2012) Fiscal deficits, financial fragility, and the effectiveness of government policies. *Tinbergen Institute Working Paper*, 12(044/2).
- Reinhart, C.M. en K.S. Rogoff (2009) The aftermath of financial crises. *The American Economic Review*, 99(2), 466–472.
- Kwaak C.G.F. van der, en S.J.G. van Wijnbergen (2013a) Long term government debt, financial fragility, and sovereign default risk. *Tinbergen Institute Working Paper*, 13(052).
- Kwaak C.G.F. van der, en S.J.G. van Wijnbergen (2013b) *Financial fragility and the fiscal multiplier*. Werkdocument aan de Universiteit van Amsterdam.