

08

De Nederlandsche Bank

Overzicht Financiële

Stabiliteit in Nederland

September 2008, nr. 8

© 2008 De Nederlandsche Bank nv

Oplage: 550

Dit document is samengesteld op basis van informatie beschikbaar t/m 20 augustus 2008.

Iedere openbaarmaking en vereenvoudiging voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan, mits met bronvermelding.

Westeinde 1, 1017 ZN Amsterdam – Postbus 98, 1000 AB Amsterdam,
Telefoon (020) 524 91 11 – Telefax (020) 524 25 00
Internet: www.dnb.nl.

Inhoud

Inleiding 4

- 1 **Ontwikkelingen in de internationale omgeving 5**
Box 1 Risico's vanuit commerciële vastgoedmarkten 8
- 2 **Nederlandse bedrijven en huishoudens 12**
Box 2 Stress-scenario Europese huizenmarktcorrectie 14
- 3 **Nederlandse financiële ondernemingen 16**
Box 3 Liquiditeitsrisico banken bij aanhoudende marktturbulentie 17
Box 4 Inflatierisico voor pensioenfondsen 19
- 4 **Infrastructuur en institutionele ontwikkelingen 21**
- 5 **Conclusie 24**

Inleiding

Ruim een jaar geleden begon een turbulente periode in het mondiale financiële stelsel, beter bekend als de kredietcrisis. Aanvankelijk werd deze vooral gekenmerkt door het opdrogen van marktliquiditeit en onzekerheid over de waardering van gestructureerde kredietproducten. Daarbij zijn achtereenvolgens verschillende financiële markten geraakt, waaronder de interbancaire geldmarkt, de markten voor gesecuritiseerd papier en de aandelenmarkt. Banken hebben inmiddels omvangrijke verliezen moeten afschrijven, vooral op gestructureerde kredietproducten. Hierin zitten ook uitzettingen op het minder kredietwaardige ('subprime') segment van de Amerikaanse hypotheekmarkt, waar vorig jaar de eerste problemen ontstonden.

De huidige situatie moet nog steeds worden beoordeeld als kwetsbaar, wat onder andere tot uiting komt in problemen bij individuele instellingen. Zo hebben de Amerikaanse autoriteiten de afgelopen maanden enkele keren fors ingegrepen om ernstige problemen bij systeemrelevante instellingen – Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac – te beteugelen. Ook wordt steeds duidelijker zichtbaar dat de crisis doorwerkt naar de reële economie. Dit geldt vooral voor de Verenigde Staten, waar de huizenprijzen blijven dalen en de groeiramingen voor 2008 en 2009 substantieel neerwaarts zijn bijgesteld. De gevolgen voor Europa zijn vooralsnog beperkter, hoewel ook hier banken hun verstrekingsvoorwaarden hebben aangescherpt en in sommige landen – met name het Verenigd Koninkrijk, Ierland en Spanje – een omslag zichtbaar is op de huizenmarkt. In lijn met het internationale beeld is de Nederlandse conjunctuur over haar top. Onze economie zal vooral in 2009 vertragen, terwijl nu reeds het consumentenvertrouwen scherp is gedaald.

De afkoeling van de reële economie gaat gepaard met oplopende inflatiedruk, waardoor de speelruimte van centrale banken voor accommoderend beleid beperkt is. Wel hebben sommige centrale banken maatregelen genomen om de toegang van banken tot hun kredietfaciliteiten te verruimen. Daarbij zijn met name in de vs en het vk nieuwe faciliteiten gecreëerd en de eisen voor beleenbaar onderpand versoepeld. Dit laatste heeft het Eurosysteem – gezien de reeds ruime onderpandslijst – niet gedaan; wel zijn Europese banken de bestaande mogelijkheden beter gaan benutten door meer onderpand te deponeren.

Op institutioneel terrein worden belangrijke stappen gezet ter versterking van het mondiale financiële stelsel. Een opvallend wapenfeit is de finalisering van een rapport van het Financial Stability Forum, waarin een groot aantal beleidsaanbevelingen wordt gedaan. Het rapport geeft een totaaloverzicht van wenselijke – en veelal urgente – beleidsaanpassingen door nationale overheden en internationale organisaties zoals het Bazels Comité. Daarnaast zijn op nationaal niveau vooral in de vs aanpassingen aangekondigd in het toezicht op de financiële sector. De komende tijd is het zaak om al deze initiatieven ook te implementeren, waarbij uiteindelijk de financiële instellingen zelf een belangrijke verantwoordelijkheid hebben.

I Ontwikkelingen in de internationale omgeving

Sinds de publicatie van het vorige OFS heeft een aantal risico's vanuit de internationale omgeving zich nadrukkelijker gemanifesteerd en zijn nieuwe kwetsbaarheden aan de oppervlakte gekomen. Het sentiment op de financiële markten blijft volatiel en onzeker, onder invloed van aanhoudende verliezen bij financiële ondernemingen en verslechterende economische vooruitzichten. Bovendien blijven in de vs de huizenprijzen dalen en is ook in sommige Europese landen een omslag zichtbaar op de huizenmarkt.

Marktsentiment blijft volatiel

Actuele ontwikkelingen in het financiële stelsel

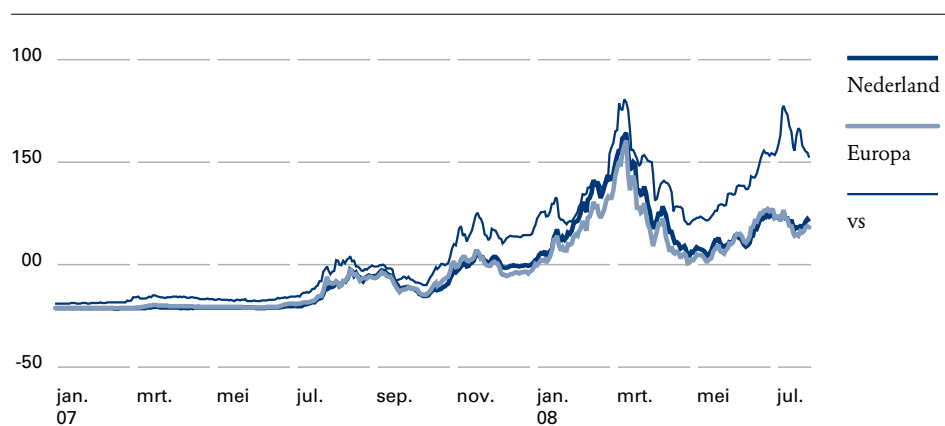
Het afgelopen halfjaar waren de financiële markten bijzonder volatiel, gevoed door aanhoudende onzekerheid over verliezen bij financiële instellingen en een verhoogde kans op een systeemcrisis. Bij dit laatste kan worden gedacht aan de problemen eerder dit jaar bij kredietverzekeraars (zogenoeten monoliners), die zich gemakkelijk kunnen vertalen in afwaarderingen van brede categorieën obligaties die door hen worden gegarandeerd. Dit blijft een potentieel risico, hoewel downgrades van twee monoliners begin juni slechts een gering effect hadden op het marktsentiment. Kennelijk hadden marktpartijen hierop geanticipeerd, bijvoorbeeld door hun uitzettingen op monoliners te verminderen of mogelijke verliezen alvast te nemen. Een andere bron van systeemrisico betreft de mogelijkheid dat een grote financiële speler in problemen komt, bijvoorbeeld door verder olopemde verliezen of gebrek aan fundingmogelijkheden, met uitstralingseffecten naar andere banken en markten.

Tegen deze achtergrond liepen de CDS-premies van financiële instellingen in het eerste kwartaal fors op, met een piek medio maart (grafiek 1) ten tijde van de reddingsactie van de zakenbank Bear Stearns door de Amerikaanse autoriteiten. Dit werd gevolgd door een tijdelijke opleving van de financiële markten, waarbij ook de

Reddingsactie Bear Stearns

Grafiek 1 CDS-premies financiële instellingen

Basispunten

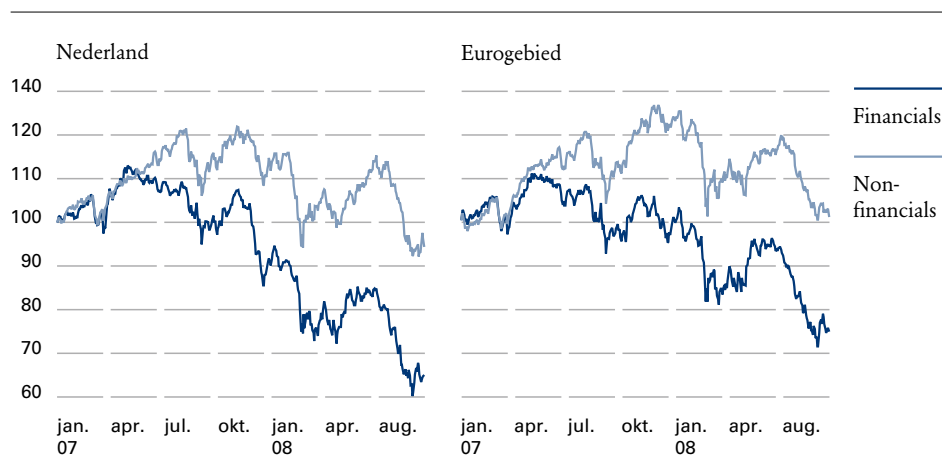


Ongewogen gemiddelde van vijfjaars CDS-premies van een aantal grote financiële instellingen in, respectievelijk, Nederland, Europa en de vs.

Bron: Bloomberg.

Grafiek 2 Aandelenkoersontwikkeling

Geïndexeerd (januari 2007 = 100)



Bron: Datastream.

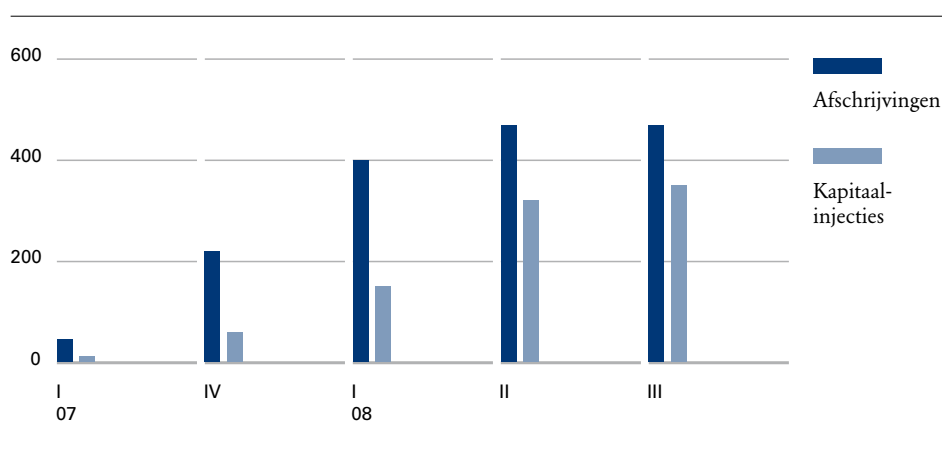
aandelenkoersen zich herstelden (grafiek 2). Vanaf juni namen de spanningen echter weer toe, in de aanloop naar de publicatie van tweedekwartaalcijfers van banken, wat gepaard ging met opnieuw oplopende cds-premies en dalende aandelenkoersen. Medio juli moesten de Amerikaanse autoriteiten fors ingrijpen toen in de markt zorgen waren ontstaan over de solvabiliteit van de twee grootste hypotheekverstrekkers, Fannie Mae en Freddie Mac. Als reactie zijn steunmaatregelen aangekondigd, waaronder uitbreiding van de mogelijkheden voor de Amerikaanse overheid om krediet en kapitaal te verstrekken aan deze instellingen, alsmede toegang van Fannie Mae en Freddie Mac tot de kredietfaciliteiten van de Fed.

Risicopremies nog altijd hoog

Er is duidelijk nog geen sprake van normalisatie op de financiële markten. De risicopremies van complexe kredietproducten liggen nog altijd op een hoog niveau terwijl diverse markten nog steeds kampen met een gebrekkige liquiditeit. Dit geldt onder andere voor de interbancaire geldmarkt, die een spilfunctie vervult binnen het financiële stelsel. Hoewel de volatiliteit van de daggeldrente wat is afgenomen, bevindt het driemaandstarief in het eurogebied zich nog altijd meer dan 70 basispunten boven de beleidsrente (vóór de kredietcrisis was dit gemiddeld minder dan 20 basispunten). Bovendien is het bankwezen voor zijn korte financiering nog steeds in belangrijke mate aangewezen op de kredietfaciliteiten van centrale banken. Ook

Grafiek 3 Impact subprime-crisis op bankbalansen

USD miljard



Mondiale afschrijvingen en kapitaalinjecties, gecumuleerd per kwartaal; derde kwartaal voozover beschikbaar medio augustus.

Bron: Bloomberg.

de securitisatiemarkten blijven disfunctioneren, wat blijkt uit het sterk teruggelopen emissievolume.

Grafiek 3 toont hoe de verliezen van het mondiale bankwezen als gevolg van de kredietcrisis zich sinds het derde kwartaal van 2007 hebben ontwikkeld. Dit betreft vooral afwaarderingen van gestructureerde kredietproducten, waaronder subprimegerelateerd papier. De verliezen zijn het sterkst gestegen eind 2007 en in het eerste kwartaal van dit jaar, maar blijven in het tweede kwartaal verder oplopen. Door deze afboekingen en andere ontwikkelingen zoals herintermediatie van activa, zijn veel banken genoodzaakt om maatregelen te nemen gericht op balansversterking. Zo is sinds medio 2007 ruim USD 350 miljard aan nieuw kapitaal opgehaald. Opvallend is dat aanvankelijk veel kapitaal onderhands is verschaft door staatsfondsen (zogenoemde ‘Sovereign Wealth Funds’) en andere institutionele beleggers, terwijl recentelijk kapitaal vooral is opgehaald via de openbare kapitaalmarkt. Overigens wordt ook dit steeds lastiger, getuige enkele mislukte claimmissies in de afgelopen maanden. Naast extra kapitaal proberen banken hun financiële positie te versterken door het – veelal met grote korting – verkopen van activa, verlaging van dividenduitkeringen en kostenbesparingen.

Banken schrijven verliezen af...

... en trekken nieuw kapitaal aan

Al met al zijn de vooruitzichten voor financiële ondernemingen nog steeds onzeker. Verliezen op gestructureerde kredietproducten kunnen verder oplopen, waarbij het bovendien moeilijk is deze adequaat te waarderen zolang financiële markten niet goed functioneren. Dit hangt samen met een aantal onderliggende ontwikkelingen die ongunstig blijven, zoals de Amerikaanse hypotheek- en huizenmarkt (zie hierna). Ook de vooruitzichten voor andere markten zijn verslechterd, waaronder de zakelijke onroerendgoedmarkt (zie box 1). Verder hebben Europese – en dus ook Nederlandse – banken al enige tijd te maken met een ongunstige rentetermijnstructuur (grafiek 4), waardoor ook de winstgevendheid van hun traditionele bedrijf wordt uitgehold. In de vs is de rentetermijnstructuur recentelijk juist versteild als gevolg van het verruimende monetaire beleid van de Fed, wat verlichting geeft aan het bankwezen. Tot slot kan de winst van banken onder druk komen door de economische groeivertraging, die doorgaans leidt tot dalende kredietvraag en oplopende kredietrisico's.

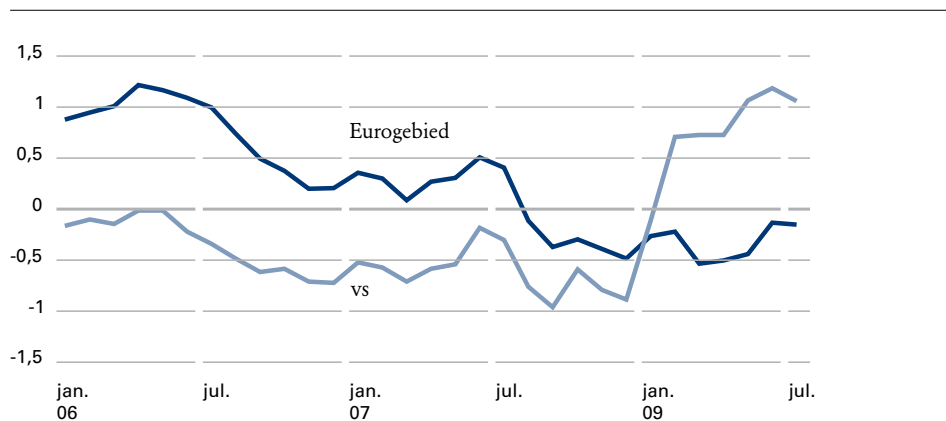
Ontwikkelingen in de reële economie

Het wordt steeds duidelijker dat de crisis in het financiële stelsel gepaard gaat met een conjuncturele vertraging. Dit geldt vooral voor de vs (grafiek 6), waar de bodem

Conjuncturele vertraging

Grafiek 4 Rentetermijnstructuur

Tienjaars minus driemaands rente (procenten)



Bron: DNB.

Box 1 - Risico's vanuit commerciële vastgoedmarkten

De condities in commerciële vastgoedmarkt verslechteren reeds enige tijd in enkele landen, waarbij de prijsstijgingen al ruim vóór de kredietcrisis hebben gepiekt (grafiek 5). In sommige landen is de markt vorig jaar sterk ingezakt, waarbij in de VS en het VK zelfs sprake is van een prijsdaling. De Nederlandse vastgoedmarkt koelt geleidelijker af: de prijzen zijn na de laatste recessie slechts langzaam hersteld en minder sterk gestegen. Daarmee lijkt de Nederlandse vastgoedcyclus minder gedreven door speculatie. Niettemin worden de vooruitzichten ook hier minder gunstig: aangezien deze markt afhankelijk is van de conjunctuur en financieringscondities, kan de vraag onder druk komen te staan.

De financiële impact van een eventuele prijscorrectie op de vastgoedmarkten is afhankelijk van de uitzettingen van financiële instellingen. Grof geschat bedragen vastgoedleningen zo'n 5% van de totale kredietverlening door het Nederlandse bankwezen, terwijl hun beleggingsexposure nog eens 2-3% van de beleggingsportefeuille uitmaakt. Voor sommige individuele banken liggen deze cijfers overigens aanmerkelijk hoger. De uitzettingen van institutionele beleggers zijn eveneens substantieel. Eind 2007 bedroeg het aandeel commercieel vastgoed binnen de beleggingen gemiddeld ruim 10% voor Nederlandse pensioenfondsen en ruim 4% voor verzekeraars. Circa eenderde daarvan betreft buitenlands vastgoed.

Het IMF raamt de potentiële verliezen van verslechterende vastgoedmarkten voor de financiële sector mondiaal op USD 240 mrd, waarvan USD 100-115 miljard voor rekening van banken komt.¹ Het leeuwendeel van de potentiële verliezen is gerelateerd aan afschrijvingen op CMBS-uitzettingen.² Deze markt is in de afgelopen jaren sterk gegroeid, maar door de kredietcrisis in 2008 bijna tot stilstand gekomen. Dit is grotendeels een besmettingseffect van de subprimecrisis, maar ook een reflectie van de opbouw van min of meer vergelijkbare risico's in de Amerikaanse commerciële vastgoedmarkt. Ook in die markt was sprake van een versoepeling van kredietvoorwaarden die de prijsstijging heeft gevoed, gevolgd door oplopende wanbetalingen.

van de huizenmarkt nog niet in zicht is en betalingsachterstanden ook beginnen op te lopen in andere delen van de hypotheekmarkt dan het subprime-segment. Diverse instellingen hebben dan ook hun economische groeiramingen voor 2008 en 2009 neerwaarts bijgesteld. Tabel 1 toont de prognoses die het IMF onlangs naar buiten heeft gebracht. Vergeleken met de ramingen medio vorig jaar – dus net vóór de

Grafiek 5 Prijzen commercieel vastgoed

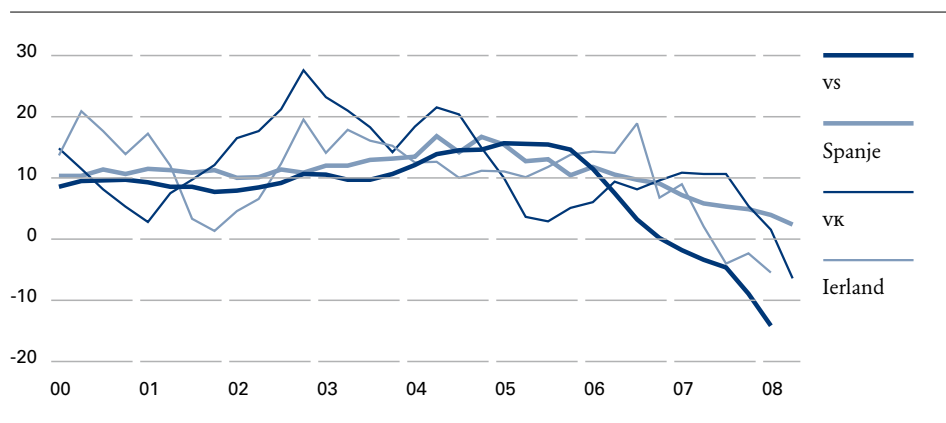
Procentuele groei j-o-j



Bron: Datastream, IPD, ROZ, NCREIF en RREEF Research.

Grafiek 6 Huizenprijzen

Procentuele groei j-o-j



Bron: S&P, BIS.

kredietcrisis – valt de voorspelde economische groei voor 2008 thans duidelijk lager uit, terwijl de verwachte inflatie is opgelopen. De gevolgen voor het eurogebied zijn beperkter dan voor de vs, hoewel ook hier de conjunctuur over haar top lijkt.

De economie wordt op verschillende manieren door de marktturbulentie beïnvloed. Zo hebben banken in zowel de vs als Europa hun verstrekingscriteria aangescherpt, waardoor het duurder wordt om op krediet te consumeren of te investeren. Daarnaast vormen vermogensverliezen voor huishoudens een prikkel om hun bestedingen terug te schroeven en meer te sparen. Vooral door dalende huizenprijzen worden brede lagen van de bevolking geraakt. Binnen Europa is vooralsnog in slechts enkele landen – met name het vk, Ierland en Spanje – een dergelijke omslag op de huizenmarkt zichtbaar.

Bij een verslechterende economie nemen ook de risico's in het bedrijfsleven toe. Opvallend zijn de problemen in de Amerikaanse automobiellindustrie, waar de drie grootste spelers (General Motors, Ford en Chrysler) te maken hebben met fors teruglopende verkoopcijfers. Een ander aandachtspunt betreft bedrijven met hoge schulden als gevolg van hefboomfinanciering ('leverage'). Vooral fusies en overnames waarbij private equity-huizen de afgelopen jaren betrokken waren zijn grotendeels gefinancierd met vreemd vermogen dat op de balansen van de betreffende ondernemingen drukt. Terwijl banken en beleggers tot medio vorig jaar gretig

*Risico's
bedrijfsleven
nemen toe*

Tabel 1 IMF-ramingen economische groei en inflatie

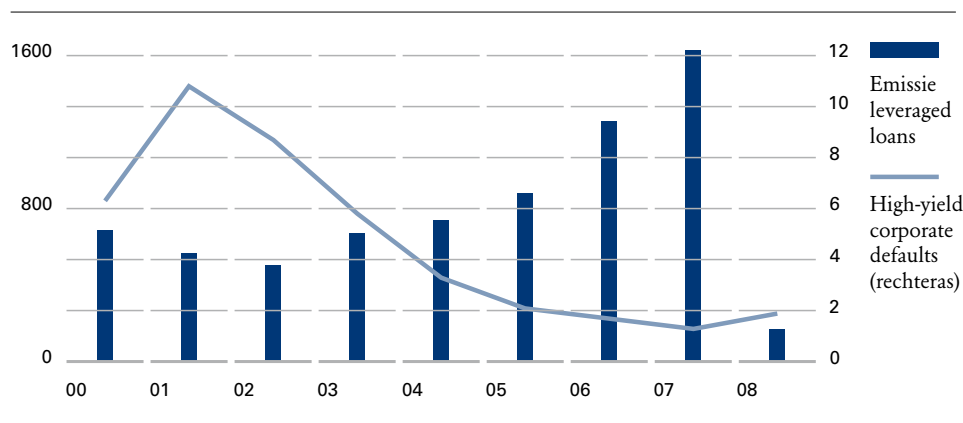
	Economische groei			Inflatie		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Industrielanden	2,7 (2,6)	1,7 (2,8)	1,4	2,2 (2,0)	3,4 (2,1)	2,3
Verenigde Staten	2,2 (2,0)	1,3 (2,8)	0,8	-	-	-
Eurogebied	2,6 (2,6)	1,7 (2,5)	1,2	-	-	-
Opkomende economieën	8,0 (8,0)	6,9 (7,6)	6,7	6,4 (5,7)	9,1 (5,0)	7,4

Getoond worden de groei- en inflatieramingen zoals gepubliceerd in de World Economic Outlook – update

juli 2008. Tussen haakjes staan ramingen die het IMF in juli 2007 naar buiten heeft gebracht.
Bron: IMF.

Grafiek 7 Leveraged loans en bedrijfsfaillissementen

USD miljard, respectievelijk procenten per jaar



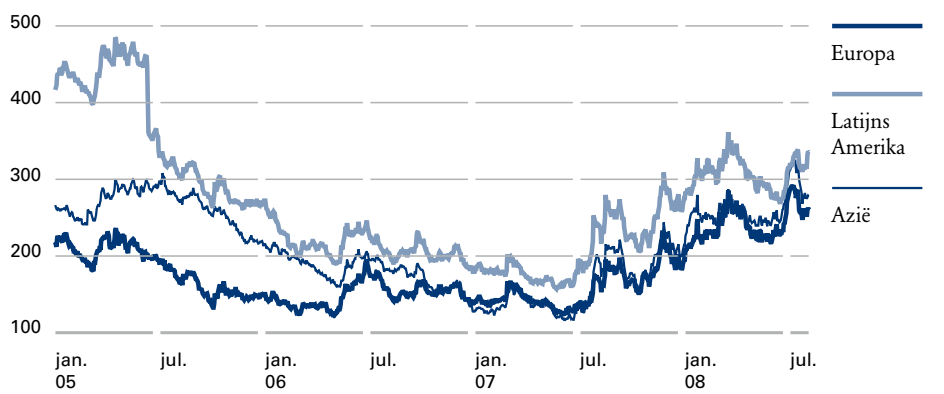
Bron: CGFS.

dergelijke transacties financierden, is deze bereidheid sindsdien sterk afgenomen. Het volume van 'leveraged buy-out' (LBO)-transacties is wereldwijd gedaald van USD 255 miljard in het eerste kwartaal van 2007 tot USD miljard 55 in het eerste kwartaal van dit jaar (grafiek 7). Het Committee on the Global Financial System (CGFS), waarin centrale banken van de G10-landen gezamenlijk financiële stabiliteitsrisico's monitoren, heeft onlangs een studie uitgebracht over private equity en hefboomfinanciering.³ Daarbij is zowel gekeken naar de expansie van deze activiteiten in de afgelopen jaren als de risico's die nu als gevolg van de kredietcrisis naar voren zijn gekomen. Banken konden sinds vorig jaar de door hen verstrekte kredieten niet meer – zoals gebruikelijk – doorverkopen aan geïnteresseerde partijen en moesten deze noodgedwongen langer op hun balans houden. De meeste van deze leningen zijn inmiddels alsnog doorverkocht, tegen soms forse kortingen, maar door de slechte marktcondities zijn banken slechts beperkt in staat nieuwe transacties te financieren. Met de afzwakkende economie nemen bovendien de financiële risico's voor de betrokken ondernemingen toe. Deze hebben door hun hoge schuldenlast weinig buffers om tegenvallende kasstromen op te vangen en krijgen te maken met nog hogere kosten als ze zich op een gegeven moment tegen minder gunstige voorwaarden moeten herfinancieren. De negatieve gevolgen hiervan kunnen nog wel een tijd voortduren.

In tegenstelling tot het normale patroon gaat de economische groeivertraging gepaard met oplopende inflatie, die sterk wordt gedreven door stijgende grondstoffen- en voedselprijzen. De prijs voor een vat ruwe olie is in een jaar tijd verdubbeld en piekte in juli op een niveau boven USD 140. Het anti-cyclische beoep van grondstoffenprijzen is grotendeels toe te schrijven aan de sterke vraagtoename uit opkomende economieën (vooral in Azië) bij een tegenvallende productie (vooral in Afrika). De voedselprijsstijging is eveneens het gevolg van een sterke vraagtoename, vooral uit opkomende economieën, bij een inelastisch aanbod. Met de oplopende inflatiedruk dreigt een scenario van verder afzwakkende economische groei, dat gegeven de aanhoudende onrust in financiële markten het macro-economische beleid verder compliceert. De beleidsruimte van monetaire en budgettaire autoriteiten om de kredietcrisis te beheersen wordt immers beperkt. Daarbij is vooral in de VS het beleid reeds expansief in de vorm van een sterke monetaire verruiming en een snel groeiend begrotingstekort. Dit draagt bij aan een mildere recessie maar ook aan een hoge inflatiedruk en mogelijk, op termijn, nieuwe onevenwichtigheden in het financiële systeem.

Grafiek 8 Risicopremies opkomende economieën

Basispunten



EMBI-spreads op staatspapier van opkomende economieën.
Bron: JPMorgan.

Opkomende economieën

Hoewel opkomende economieën niet immuun zijn voor de onrust op financiële markten, worden zij vanwege de beperkte blootstelling aan Amerikaanse kredietproducten minder direct getroffen dan de ontwikkelde economieën. De economische groei vertraagt licht, maar blijft dit jaar op een hoog niveau (zie tabel 1). De externe financieringscondities staan wel onder druk. Zo zijn de risicopremies op staatsobligaties sinds vorig jaar meer dan verdubbeld (grafiek 8). In de Europese opkomende economieën nemen reeds langer bestaande kwetsbaarheden verder toe. De hoge tekorten op de lopende rekening maken de Baltische staten, Bulgarije, Roemenië en Turkije sterk afhankelijk van externe financiering. De externe kwetsbaarheid wordt in deze landen vergroot doordat een groot deel van de schuld kortlopend is en in buitenlandse valuta luidt. Daarnaast vormt de sterke kredietgroei – eveneens grotendeels in buitenlandse valuta en geconcentreerd bij een beperkt aantal creditoren – een bron van zorg.

2 Nederlandse bedrijven en huishoudens

Ook Nederlandse economie vertraagt ...

In lijn met de internationale conjunctuur lijkt de Nederlandse economie inmiddels over haar top. Naar verwachting blijft de economische groei dit jaar nog redelijk op peil, vooral door overloopeffecten uit het vorige jaar, maar vindt in 2009 een duidelijke afkoeling plaats.⁴ Daarbij zorgt onzekerheid door de kredietcrisis voor een extra neerwaarts risico.

Bedrijven

Het Nederlandse bedrijfsleven heeft een goed jaar achter de rug, maar krijgt te maken met verslechterende omstandigheden. Het producentenvertrouwen is gedaald, hoewel nog steeds positief (grafiek 9). Daarbij staat de export onder druk als gevolg van de geapprecieerde euro en de teruglopende groei van de wereldhandel. Ondanks de afkoeling zal naar verwachting de arbeidsmarkt krap blijven. Door structurele factoren zoals de vergrijzing blijft het arbeidsaanbod achter en blijft de loondruk hoog. Bovendien zijn de kosten van basisproducten, zoals grondstoffen, gestegen. Dit kan de winsten van bedrijven uithollen en de investeringen onder druk zetten.

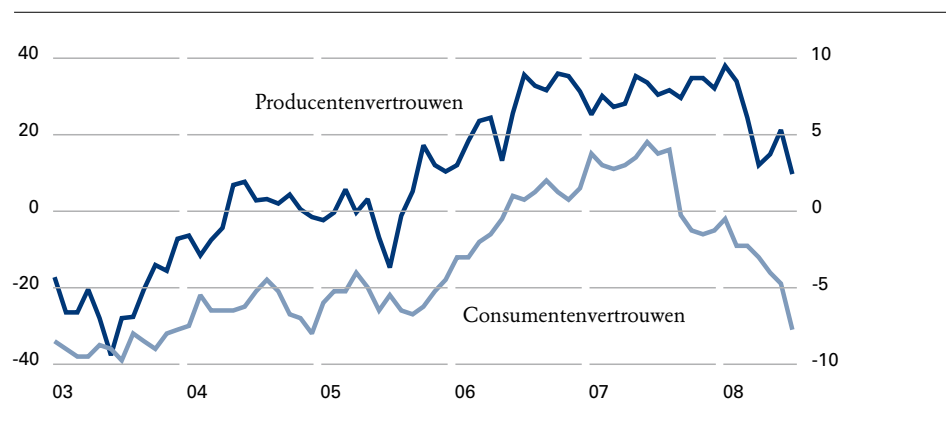
... maar zakelijke kredietgroei versnelt

Tegen deze achtergrond is het opmerkelijk dat de zakelijke kredietverlening is versneld tot meer dan 15% op jaarbasis (grafiek 10), ondanks een aanscherping van de verstrekingsvoorwaarden in vier opeenvolgende kwartalen (grafiek 11). Daar komt bij dat de financiering van bedrijven via emissies van obligaties en ander schuldpapier op peil is gebleven, zodat de kredietgroei niet duidt op een substitutie-effect. Wellicht nemen sommige bedrijven extra krediet op in anticipatie op een verdere aanscherping van de leenvoorwaarden. Uit de Bank Lending Survey valt op te maken dat banken inderdaad verwachten dat ze de voorwaarden in het derde kwartaal van dit jaar verder zullen verkrapen, terwijl men bovendien een dalende kredietvraag verwacht. De versnelling van de kredietgroei lijkt daarmee een tijdelijk fenomeen.

Ondanks de verslechterende vooruitzichten staat het Nederlandse bedrijfsleven er financieel goed voor, zeker vergeleken met de periode vlak na de millenniumwis-

Grafiek 9 Vertrouwensindicatoren

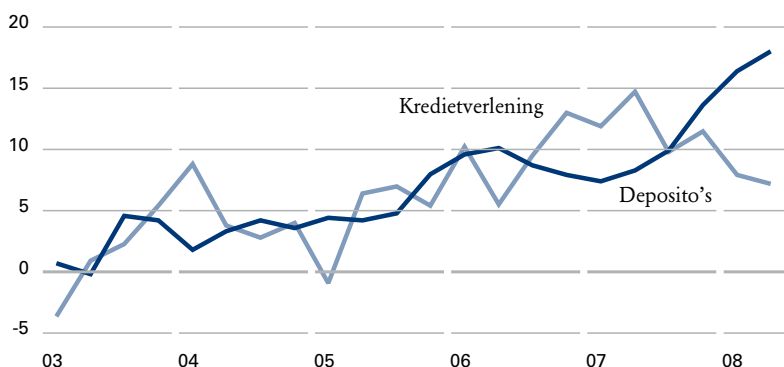
Procenten



Bron: CBS.

Grafiek 10 Krediet en deposito's bedrijven

Procentuele groei j-o-j



Bancaire kredietverlening en deposito's, niet-financiële vennootschappen.
Bron: DNB.

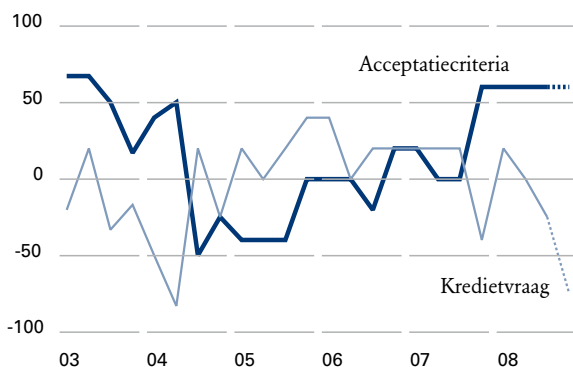
seling. De kredietcrisis volgt op een krachtig conjunctuurherstel in 2006 en 2007, terwijl veel bedrijven in de jaren daarvóór hun balansen hadden geherstructureerd. Dit neemt niet weg dat sommige bedrijven financieel op de proef worden gesteld. Daarbij kan onder andere worden gedacht aan bedrijven die – bijvoorbeeld als onderdeel van een private equity-transactie – met relatief veel vreemd vermogen zijn gefinancierd en daardoor kwetsbaar zijn bij tegenvallende kasstromen.

Huishoudens

In lijn met de verminderende vooruitzichten is het consumentenvertrouwen sinds vorig jaar sterk negatief geworden. Uit de onderliggende gegevens van deze vertrouwensindex blijkt dat, naast een afnemende koopbereidheid, vooral het oordeel over de financiële situatie in korte tijd fors is verslechterd. Ook wordt meer geld tegen een vaste vergoeding aangehouden op termijndeposito's bij banken, vooral ten koste van deposito's zonder vaste looptijd. Daarbij speelt ook dat de rente op termijndeposito's is verhoogd vanwege de toegenomen concurrentie op de spaarmarkt (zie hoofdstuk 3).

Grafiek 11 Vraag en aanbod krediet bedrijven

Netto percentage banken dat aanscherping/versoepeling rapporteert



De grafieken zijn gebaseerd op de inschatting van Nederlandse banken. Een positief teken impliceert

aanscherping acceptatiecriteria of aantrekkende vraag. Stippellijnen zijn verwachtingen van banken voor 2008k3.
Bron: DNB, Bank Lending Survey.

Grafiek 12 Huizenprijzen en hypothecaire kredietgroei

Procentuele groei j-o-j



Bron: CBS, DNB.

Nederlandse huizenmarkt al langer afgekoeld

De afgelopen jaren is de Nederlandse hypotheek- en huizenmarkt gestaag afgekoeld (grafiek 12). Dit in tegenstelling tot andere landen (vs, vk, Ierland, Spanje), waar recentelijk een abrupte omslag heeft plaatsgevonden na een tot voor kort uitbundige huizenmarkt (zie hoofdstuk 1). Gezien de geleidelijke groeivertraging op de Nederlandse hypotheek- en huizenmarkt ligt een forse correctie minder voor de hand dan elders. Daar komt bovendien bij dat andere factoren, zoals het schaarse aanbod van woningen, blijven zorgen voor opwaartse druk op het prijspeil. Indien het onwaarschijnlijke scenario van een neerwaartse correctie zich niettemin zou voordoen, heeft dat grote gevolgen voor de economie. Om dit nader te analyseren wordt in box 2 een stress-scenario gepresenteerd waarin de rente sterk oploopt en zowel de Europese als Nederlandse huizenmarkt een stevige correctie ondergaat. Daarbij wordt met name gekeken naar de impact op de BBP-groei en de kwetsbaarheid van Nederlandse huishoudens. Het blijkt dat voor het leeuwendeel van de gezinnen de gevolgen te overzien zijn, hoewel bij een beperkte groep flinke problemen kunnen ontstaan.

Banken voorzichtiger

Dit laatste onderstreept het belang van prudente kredietverstrekking. Er zijn verschillende indicaties dat banken daarbij voorzichtiger worden. Zo neemt het relatieve aandeel van hypotheekleningen met een Nationale Hypotheekgarantie toe en zijn banken minder bereid om leningen te verstrekken aan personen met een aantekening in het BKR-register. Ook hebben enkele kleinere hypotheekverstrekkers die zich speciaal hadden toegelegd op minder kredietwaardige huishoudens zich uit Nederland teruggetrokken of hun voorwaarden aangescherpt. Tot slot kan worden gewezen op de Gedragscode Hypothecaire Financieringen die vorig jaar is ingevoerd en bevoordert dat banken zich prudent opstellen bij de verstrekking van hypotheekleningen.

Box 2 - Stress-scenario Europese huizenmarktcorrectie

In deze box wordt een stress-scenario geanalyseerd waarbij de Europese huizenmarkt een forse correctie ondergaat.⁵ Belangrijkste veronderstellingen:

- Langdurige stijging korte rente eurogebied met 200 basispunten (gedurende drie jaar).
- Daling huizenprijzen in Europa met 30% binnen twee jaar, en in de VS met nog eens 15% binnen één jaar.
- Daling investeringen in woningen met 20% binnen 1 jaar.
- Koersverlies aandelenmarkten met 20% in 1 jaar.

Centraal staat een daling van huizenprijzen in Europa, als reactie op een flinke stijging van de korte rente die samenhangt met oplopende risicopremies op de interbancaire geldmarkt. Deze werkt vervolgens door op de lange rente, die nog sterker oploopt (endogeen bepaald in het gehanteerde model). Vanwege inflatiedreiging hebben de monetaire autoriteiten geen speelruimte voor accommoderend beleid. Door wegvallend vertrouwen valt de correctie van huizenprijzen bijzonder sterk uit met 30% in Europa en met nog eens 15% in de VS (waar de prijzen in de uitgangssituatie reeds met 15% zijn gedaald).

Modelberekeningen laten zien dat de veronderstelde schokken in de VS en Europa elkaar versterken, met als gevolg een mondiale terugval in de economische groei. Het Nederlandse BBP komt na drie jaar 5,5% lager uit dan in het basisscenario. De huizenprijzen herstellen zich geleidelijk en liggen vier jaar na de schok nog steeds ruim 13% onder het uitgangsniveau.

Op basis van gegevens uit het DNB Household Survey zijn de gevolgen voor Nederlandse huishoudens in kaart gebracht. Daarbij is gekeken naar twee aspecten. Ten eerste komt bijna een kwart van de huishoudens met hun huizenvermogen 'onder water te staan' doordat de waarde van de woning lager wordt dan de hypotheekschuld. Dit hoeft niet noodzakelijk tot problemen te leiden, aangezien de afgenomen waarde van het huis niet direct is gekoppeld aan de betaalbaarheid van de bijbehorende hypotheek. Wel kan bij al dan niet gedwongen verkoop een restschuld ontstaan.

Ten tweede vertaalt een oplopende rente zich in hogere maandlasten van een aantal huishoudens. Dit is afhankelijk van de resterende rentevaste periode van de hypotheek. Volgens de DNB Household Survey krijgt 42% van de huishoudens binnen drie jaar te maken met een aflopende rentevaste periode. De stijging van de hypotheeklasten (rente en aflossing) bij een fors hogere rente lijkt echter voor de meeste huishoudens in deze groep te overzien: in bijna 87% van de gevallen blijven deze minder dan een kwart van het inkomen. Niettemin vindt bijna een verdubbeling plaats van het aantal huishoudens met zeer hoge maandlasten (35% of meer van het inkomen). Dit betreft zo'n 135.000 gevallen die bijzonder kwetsbaar zijn voor inkomenstegenvallers, bijvoorbeeld door werkloosheid.

Hypotheeklasten in verhouding tot het gezinsinkomen

Percentage huizenbezitters met rentevaste periode drie jaar of minder

	≤ 25%	25-35%	35-45%	≥ 45%
Voor huizenmarktcorrectie	90,0	4,0	2,0	4,0
Na huizenmarktcorrectie	86,7	2,7	4,0	6,7

Al met al blijft voor het leeuwendeel van de huishoudens het risico van toenemende hypotheeklasten beperkt. Dit hangt ook samen met het feit dat juist gezinnen met relatief hoge schulden – veelal starters op de woningmarkt – doorgaans nog een relatief lange rentevaste periode voor de boeg hebben. Dit neemt uiteraard niet weg dat in een beperkt aantal gevallen grote problemen kunnen ontstaan, vooral indien kwetsbare groepen worden geconfronteerd met een combinatie van vermogensverlies en andere tegenvallers zoals werkloosheid of gedwongen woningverkoop.⁶

3 Nederlandse financiële ondernemingen

De kredietcrisis en de afzwakkende economische groei hebben belangrijke gevolgen voor de Nederlandse financiële sector. Deze zijn het duidelijkst te zien in het bankwezen, dat substantiële verliezen heeft moeten afboeken op gestructureerde kredietproducten en nog steeds opereert in turbulente marktomstandigheden. Maar ook pensioenfondsen en verzekeraars hebben te maken met verslechterende condities, waaronder dalende vermogensprijzen en de ongunstige rentestructuur.

Banken

*Verliezen
kredietcrisis
lopen op*

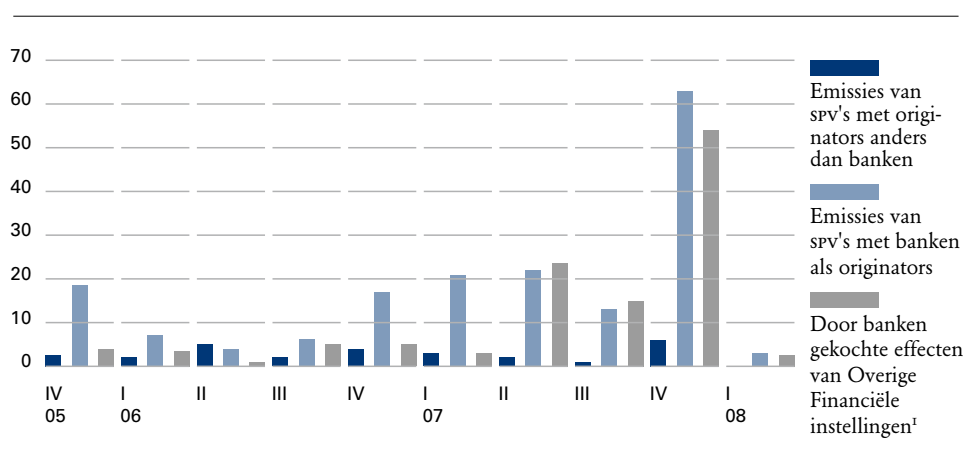
De solvabiliteit van het Nederlandse bankwezen is in het eerste kwartaal gedaald, maar met 11,4% nog steeds ruim. In 2007 is door de vier grootbanken in totaal 10 miljard euro afgeschreven aan kredietcrisis-gerelateerde verliezen, oftewel ruim de helft van de netto jaarwinst in dat jaar. Dit is vooral in het eerste kwartaal verder opgelopen en bedroeg medio dit jaar ruim EUR 15 miljard. Een relatief groot deel van deze afschrijvingen is via de balans verwerkt, in tegenstelling tot de werkwijze van Amerikaanse banken, die veel meer via de resultatenrekening boeken. Beide benaderingen zijn conform de gangbare boekhoudregels onder IFRS en weerspiegelen onder andere dat Nederlandse banken gestructureerde kredietproducten met name aanhouden als belegging terwijl Amerikaanse banken primair verstrekker (originator) zijn van de leningen of nauw zijn betrokken bij het securitisatieproces.

*Minder
securitisaties*

De securitisatie-activiteiten van Nederlandse banken – en daaraan gelieerde special purpose vehicles (SPV's) – laten een opvallend patroon zien (grafiek 13): een forse toename eind 2007 gevolgd door een scherpe daling in het eerste kwartaal van dit jaar.⁷ Dit laatste kan grotendeels worden toegeschreven aan factoren die de aantrekkelijkheid van securitisaties recentelijk hebben verminderd. Zoals reeds aangegeven is de verhandelbaarheid van dergelijk papier de afgelopen kwartalen sterk terug-

Grafiek 13 Emissies van SPV's naar sector van originator

EUR miljard



¹ Betreft andere financiële instellingen dan banken, verzekeraars en pensioenfondsen (waaronder SPV's).

Bron: DNB.

gevallen. Daarnaast zijn door de invoering van Bazel II de mogelijkheden voor toezichtarbitrage via entiteiten buiten de balans afgenomen. Tot slot speelt mee dat banken anticiperen op nieuwe regelgeving die dit jaar van kracht is geworden met betrekking tot zogeheten covered bonds, die in veel opzichten een alternatief vormen voor gesecuritiseerd papier.⁸

Het buitengewoon hoge securitisatievolume in het vierde kwartaal van 2007 houdt eveneens verband met de turbulentie op de financiële markten. Banken kunnen namelijk leningen intern securitiseren en, in plaats van te verhandelen, deze als onderpand gebruiken voor kredietfaciliteiten van centrale banken. Hoewel het Eurosysteem zijn lijst van toegestaan beleenbaar onderpand niet heeft uitgebreid – deze was altijd al relatief ruim – kan worden waargenomen dat banken de bestaande mogelijkheden beter zijn gaan benutten. Dit is een belangrijk stabiliserend element, waardoor het bankwezen beter in staat is het toegenomen liquiditeitsrisico te beheersen.⁹ Uiteraard is dit geen blijvende oplossing en zullen op een gegeven moment de interbancaire geldmarkt en de securitisatiemarkt weer meer op eigen kracht moeten gaan functioneren. In box 3 wordt door middel van een stress-test gesimuleerd hoe de liquiditeitspositie van Nederlandse banken zich ontwikkelt bij een aanhoudende marktturbulentie, zonder rekening te houden met mogelijke herfinanciering door centrale banken.

Box 3 - Liquiditeitsrisico banken bij aanhoudende marktturbulentie

Het afgelopen jaar is duidelijk geworden hoe turbulente marktomstandigheden zich voor het bankwezen vertalen in liquiditeitsrisico. In deze box worden de simulatie-uitkomsten gepresenteerd van een macro stress-test. Daarbij wordt gekeken of de Nederlandse banken een situatie waarin de krappe markt- en fundingliquiditeit nog eens 6 maanden voortduurt kunnen opvangen met hun liquiditeitsbuffer (i.e. beschikbare kasreserves, beleenbaar onderpand en liquide effecten).

De stress-test is uitgevoerd met een speciaal hiervoor ontwikkeld model.¹⁰ Als scenario wordt verondersteld dat door het aanhouden van de turbulentie op de kredietmarkten de Nederlandse banken blijvend worden geconfronteerd met afwaarderingen van hun verhandelbare kredietportefeuilles. Voorzover dit als onderpand wordt gebruikt in financiële transacties kunnen bijstortverplichtingen of 'margin calls' effectief worden. Het model veronderstelt dat zwaar getroffen banken reageren om hun liquiditeitspositie veilig te stellen, met het risico van reputatieverlies als dit in de markt bekend wordt. De reacties van de banken kunnen tweede ronde-effecten teweeg brengen in de vorm van verder opdrogende markt- en fundingliquiditeit. Verondersteld wordt dat de financiering van zogeheten 'asset backed commercial paper' (ABCP) moeilijk kan worden doorgerold en de off balance liquiditeitsfaciliteiten van de banken worden volgetrokken. Banken blijven in die situatie liquiditeit vasthouden waardoor de spanningen in de interbancaire markt aanhouden. Door deze risico's kunnen banken zich minder makkelijk financieren door middel van commercial paper en obligaties. Ook blijven de aandelenmarkten en kredietmarkten onder druk staan.

De modeluitkomsten geven aan dat de meeste banken hun liquiditeitbuffer flink zien teruglopen. Daarmee impliceert het scenario een systeemrisico voor de Nederlandse financiële sector. In de praktijk zullen de effecten overigens minder sterk zijn dan het model suggereert, aangezien banken compenserende maatregelen kunnen nemen waaronder een beroep op centralebankfaciliteiten. Hierdoor worden de tweede ronde-effecten van opdrogende marktliquiditeit beperkt (het model laat deze tweede ronde-effecten wel volledig inwerken op de liquiditeit van de banken).

Concurrentie spaarmarkt Zoals in het vorige Overzicht Financiële Stabiliteit is beschreven zijn door het opdrogen van gestructureerde kredietmarkten de mogelijkheden van banken om leningen te verpakken en door te verkopen (het ‘originate-to-distribute’-model) sterk verminderd.¹¹ Meer in het algemeen is de wholesale-financiering van banken onder druk gekomen, waardoor de belangstelling voor retail-financiering toeneemt. Dit komt tot uiting in de vorm van toegenomen concurrentie op de markt voor spaargeld, met name termijndeposito’s. Het totale bedrag aan termijndeposito’s is in één jaar meer dan verdubbeld en bedraagt inmiddels ongeveer een derde van de totale spaardeposito’s van gezinnen. Opvallend daarbij is de zeer actieve opstelling van enkele kleine, buitenlandse partijen die met hoge rentetarieven en tegen soepele voorwaarden spaargeld aantrekken. In enkele gevallen betreft het instellingen die duidelijk zijn geraakt door de kredietcrisis en zich daarom moeilijker tegen gebruikelijke condities kunnen financieren.

Particuliere spaarders steeds mobieler Een relevante vraag bij de toegenomen belangstelling voor retail-funding is in hoeverre banken hierdoor minder gevoelig worden voor het marktsentiment. Traditioneel worden spaargelden van particulieren beschouwd als een stabiele financieringsbron voor banken. Die grotere stabiliteit weerspiegelt inertie van particuliere klanten, veroorzaakt door hoge overstapkosten (in tijd en moeite) en een weinig doorzichtige markt. Dit beeld is echter aan herziening toe door de opkomst van internetbankieren en vergelijkingssites voor financiële producten. Internetbanken zetten doorgaans eenvoudige producten in de markt, terwijl de vergelijkingssites de transparantie van de markt vergroten. Particulieren worden daardoor mobieler en zullen zich ook prijsbewuster opstellen.

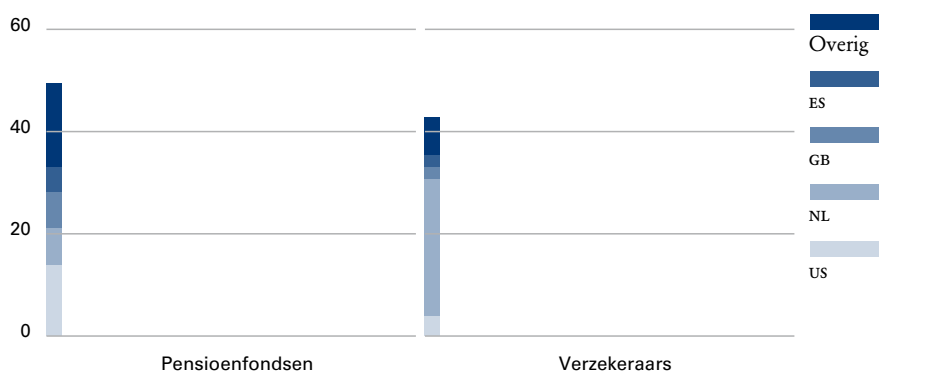
Verzekeraars en pensioenfondsen

Ook institutionele beleggers geraakt Hoewel de meeste aandacht uitgaat naar het bankwezen, worden ook andere financiële instellingen geraakt door de marktturbulentie. Voor institutionele beleggers zijn daarbij vooral de verliezen op aandelen en het veranderende rentebeeld relevant. Het eerste kwartaal van 2008 was voor pensioenfondsen door de combinatie van beurs- en rentedalings bijzonder slecht, waardoor de dekkingsgraad in één kwartaal met 12 procentpunten afnam. In het tweede kwartaal werden opnieuw koersverliezen geleden maar nam ook de lange rente wat toe, zodat de dekkingsgraad uiteindelijk uitkwam op 136 procent. Tegelijkertijd kan worden geconstateerd dat pensioenfondsen door het langetermijnkarakter van hun verplichtingen gemakkelijker in staat zijn om mee- en tegenvallers uit te smeren over een langere periode. Daarbij speelt het vorig jaar ingevoerde Financiële Toetsingskader (FTK) een belangrijke stabiliserende rol. Doordat pensioenpremies altijd kostendekkend moeten zijn, zijn deze de afgelopen jaren op peil gebleven zodat ze nu niet abrupt hoeven te worden verhoogd. Ook zijn pensioenfondsen nog steeds in staat om – binnen zekere marges – een beleid van rebalancing te voeren. Dit houdt in dat men zich baseert op een vooraf vastgestelde strategische asset mix waardoor bijvoorbeeld een scherpe daling van aandelenkoersen ertoe leidt dat fondsen per saldo bijkopen. Dit heeft in het eerste kwartaal van 2008 geresulteerd in een netto aankoop van aandelen ter grootte van circa 9 miljard euro. Het contraire beleggingsbeleid van pensioenfondsen is daarmee een stabiliserende factor voor financiële markten.

Pensioenfondsen en verzekeraars hebben in vergelijking met het bankwezen slechts beperkte subprime-gerelateerde uitzettingen, maar beleggen wel in bredere categorieën gestructureerd papier. Dit wordt geïllustreerd in grafiek 14, die de omvang toont van beleggingen van pensioenfondsen en verzekeraars in effecten uitgegeven door Special Purpose Vehicles (SPV’s)¹², uitgesplitst naar land van herkomst. Als percentage van de totale beleggingsportefeuille bedroeg dit ultimo 2007 circa 8% bij pensioenfondsen en 12% bij verzekeraars. Opvallend is dat verzekeraars vooral

Grafiek 14 Uitzettingen institutionele beleggers op door svv's uitgegeven papier

EUR miljard



Bron: DNB.

beleggen in Nederlandse svv's, terwijl pensioenfondsen relatief veel uitzettingen hebben op Amerikaans en Brits papier.

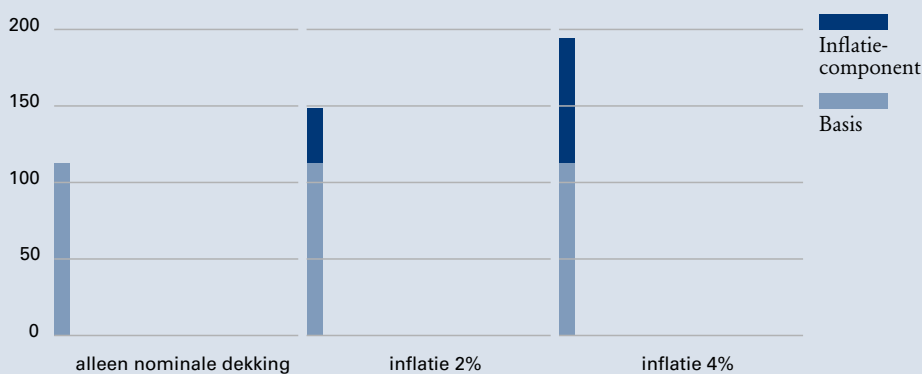
Tot slot zijn institutionele beleggers gevoelig voor de toegenomen inflatiedreiging. Dit geldt vooral voor pensioenfondsen die – veelal voorwaardelijk – reële toezeggingen doen. Voorzover inflatie niet door middel van het beleggingsbeleid kan worden gecompenseerd wordt de reële dekking van pensioenregelingen uitgehold (zie box 4).

Box 4 - Inflatierisico voor pensioenfondsen

Zelfs bij gematigde inflatie wordt de reële waarde van een nominaal pensioen snel uitgehold. Zo gaat – uitgaande van 2% inflatie – na 15 jaar een kwart van de koopkracht verloren. Pensioenfondsen verhelfen dit door de pensioentoezegging aan te passen voor inflatie of loonstijgingen. Gegarandeerde indexatie verschaft zekerheid over koopkracht aan de pensioendeelnemer. Wordt de indexatie aan een maximum gebonden óf slechts voorwaardelijk toegekend (i.e. afhankelijk gemaakt van de financiële positie van het pensioenfonds, zoals bij vrijwel alle Nederlandse pensioenregelingen) dan draagt de pensioendeelnemer een zeker inflatierisico.

Grafiek 15 Financieringsbehoefte bij oplopende inflatie

Vereiste nominale dekingsgraad, procenten



Bron: DNB.

Inflatie beïnvloedt ook de financiële positie van een pensioenfonds. Bij oplopende inflatie, waarvan momenteel sprake is, leidt de ambitie om te indexeren tot een navenant grotere financieringsbehoefte (zie grafiek 15). Het pensioenfonds heeft daarbij te maken met inflatierisico: de feitelijke inflatie kan immers de verwachte inflatie overtreffen waardoor het aanwezige vermogen te klein dreigt te worden om de ambitie na te komen.

Het is dus zaak dat het pensioenfonds zodanig belegt dat genoeg geld binnenkomt om de indexatieambitie blijvend waar te maken. De beste bescherming tegen inflatie komt van beleggingen die zelf de inflatie volgen, danwel aan de inflatie gerelateerde opbrengsten genereren. Zo kan het inflatierisico worden afgedekt via 'inflation-linked bonds' en 'inflation swaps'. Beperking is dat deze markten nog te klein zijn in verhouding tot de forse omvang van de Nederlandse pensioenfondsen. De beleggingen in 'inflation-linked bonds' door Nederlandse pensioenfondsen bedragen inmiddels circa €5 miljard ofwel 5% van de totale beleggingen. Op een indirecte manier kan een pensioenfonds met inflatie omgaan door gericht risico's te nemen om overrendementen te behalen, bijvoorbeeld door te beleggen in aandelen, grondstoffen, energie, onroerend goed en opkomende economieën. Sommige van deze beleggingen bieden bovendien over een langere periode gezien een inflatie-hedge, doordat de onderliggende waarde meegroeit met het algemene prijspeil. Gegeven de wens van pensioenfondsen om deelnemers voor inflatie te compenseren is een beleggingsstrategie gericht op bescherming tegen inflatie onontbeerlijk.

4 Institutionele ontwikkelingen en infrastructuur

De afgelopen maanden hebben beleidsmakers wereldwijd belangrijke stappen gezet ter versterking van het financiële stelsel. Het Financial Stability Forum (FSF) heeft een rapport gepubliceerd met een groot aantal aanbevelingen, terwijl diverse landen – waaronder de vs – institutionele aanpassingen hebben aangekondigd. Voorts wordt in dit hoofdstuk stilgestaan bij de ontwikkelingen in de financiële infrastructuur en reputatierisico van financiële ondernemingen in verband met claimedrag.

Institutionele ontwikkelingen

Het FSF speelt een coördinerende rol bij de internationale beleidsreactie op de kredietcrisis. Een speciaal hiervoor opgerichte werkgroep heeft op verzoek van de G7 de belangrijkste risico's in kaart gebracht en in april een rapport uitgebracht met 67 beleidsaanbevelingen.¹³ Deze aanbevelingen hebben betrekking op vijf aandachtsgebieden: (1) prudentieel toezicht, (2) transparantie/waardering, (3) kredietbeoordelaars, (4) versterking risico-identificatie en reactievermogen autoriteiten, en (5) crisismanagement. Momenteel wordt druk gewerkt aan de uitvoering van deze voorstellen, waarvan een aantal reeds dit jaar wordt gerealiseerd. Zo brengen veel banken bij de publicatie van hun halfjaarcijfers informatie over hun risico's naar buiten volgens een door het FSF opgesteld sjabloon. Voorts wordt voor de belangrijkste internationaal opererende financiële ondernemingen gewerkt aan het opzetten van colleges van toezichthouders ('supervisory colleges'). Deze werken intensief samen en maken daardoor het grensoverschrijdende toezicht slagvaardiger en efficiënter. Ook in het kader van crisismonitoring en -management is nauwere samenwerking wenselijk tussen de autoriteiten, met name toezichthouders en centrale banken. Het belang hiervan bleek tijdens de reddingsactie van de Amerikaanse zakenbank Bear Stearns in maart, waarbij de Fed als centrale bank met toezichtverantwoordelijkheden daadkrachtig kon optreden, in samenwerking met andere buitenlandse autoriteiten waaronder DNB.

FSF publiceert beleidsaanbevelingen

Mede in het kader van de FSF-aanbevelingen heeft het Bazels Comité richtinggevende principes uitgebracht ten behoeve van het liquiditeitsbeheer van banken en voorstellen gedaan om de kapitaalseisen voor complexe kredietproducten aan te passen. Uiteraard zijn de FSF-aanbevelingen ook voor Nederland relevant. Daarbij hebben we een goede uitgangspositie, aangezien belangrijke financiële stabiliteitstaken reeds zijn ondergebracht bij een gecombineerde centrale bank/toezichthouder. DNB heeft de elementen die op haar terrein liggen opgepakt en werkt druk aan de implementatie van de belangrijkste aanbevelingen, waar nodig in overleg met de Autoriteit Financiële Markten en het Ministerie van Financiën. Daarnaast is het essentieel dat financiële instellingen veranderingen doorvoeren en op een aantal punten hun risicomanagement versterken.

In de Verenigde Staten zijn belangrijke institutionele aanpassingen aangekondigd. In maart heeft de President's Working Group (bestaande uit het ministerie van financiën, de Fed en enkele toezichthouders) een rapport uitgebracht met aanbevelingen. Daarbij is veel aandacht voor maatregelen die nodig zijn voor de hypotheekmarkt, onder andere op het gebied van consumentenbescherming. Andere

*Belangstelling
voor Twin
Peaks-model*

voorstellen overlappen sterk met de FSF-adviezen, waaronder versterking van de financiële infrastructuur, risicobeheer en vergroting van de transparantie. Voorts heeft minister Paulson van financiën een hervorming aangekondigd van het toezichttraamwerk. Dit behelst enkele aanpassingen op korte termijn, zoals een verbetering van de coördinatie tussen de autoriteiten en verscherping van het toezicht op hypotheekverstrekkers. Op langere termijn wordt gestreefd naar een functioneel model met separate verantwoordelijkheden voor financiële stabiliteit, prudentieel toezicht en gedragstoezicht. Dit moet nog preciezer worden uitgewerkt maar vertoont overeenkomsten met het zogeheten ‘Twin Peaks’-model in Australië en Nederland, waarnaar minister Paulson ook expliciet verwijst.

*Toegenomen
concentratie
correspondent-
banken*

Ook vanuit de private sector zijn initiatieven genomen om lessen uit de kredietcrisis te vertalen in aanbevelingen. Zo heeft het Institute of International Finance (IIF), een mondiale organisatie waarin grote financiële ondernemingen vertegenwoordigd zijn, in juli een rapport uitgebracht.¹⁴ Hierin passeert een groot aantal onderwerpen de revue, waaronder algemene principes voor beloningsstructuren in de financiële sector om verkeerde prikkelwerking te voorkomen en aanbevelingen op het terrein van risicomangement en stress-testing. Een ander initiatief is het rapport van de Counterparty Risk Management Policy Group (CRMGP), dat begin augustus is gepubliceerd.¹⁵ Dit rapport bevat aanbevelingen met betrekking tot complexe financiële producten; deze zouden alleen moeten worden verkocht aan partijen die zelf over voldoende expertise beschikken om de risico's te doorgronden. Ook wordt gepleit voor maatregelen ter versterking van de kredietderivatenmarkt, onder meer door de oprichting van een centrale tegenpartij om transacties te verwerken.

Financiële infrastructuur

In het Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) werken centrale banken samen om de infrastructuur van financiële markten te versterken en efficiënter te maken. De afgelopen maanden heeft het CPSS een tweetal rapporten naar buiten gebracht.¹⁶ In het rapport ‘Progress in reducing foreign exchange settlement risk’ wordt onderzocht in hoeverre risico's verbonden aan valutatransacties de afgelopen jaren zijn gemitigeerd door initiatieven zoals de CLS-bank.¹⁷ Geconstateerd wordt dat de risico's inderdaad zijn verminderd, maar dat circa éénderde van de valutahandel nog steeds op de traditionele wijze verloopt via correspondentbanken. Daarbij worden soms omvangrijke uitzettingen aangegaan ten opzichte van het kapitaal van een bank, terwijl de risicobeheersing niet altijd adequaat is. Het rapport doet een aantal aanbevelingen ter verbetering van de risicobeheersing.

Het rapport ‘The interdependencies of payment and settlement systems’ brengt een aantal dwarsverbanden binnen het financiële stelsel in kaart. Met de toegenomen consolidatie en technologische ontwikkeling is een fijnmazig web ontstaan binnen de mondiale betaal- en effectenafwikkelinfrastructuur. Dit komt tot uiting in een concentratie van correspondentbanken en een toegenomen rol van zogeheten ‘third party service providers’ (zoals telecom- en ICT-bedrijven). In crisissituaties kunnen deze belangrijke besmettingskanalen vormen. Het rapport doet een aantal aanbevelingen op het terrein van risicobeheer en samenwerking tussen de betrokken partijen.

Het Bazels Comité heeft de uit 2000 stammende ‘Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision’ grondig herzien en in juni aan marktpartijen ter consultatie voorgelegd. Daarin is ook een afzonderlijke Principle opgenomen over het beheersen van intraday-liquiditeit. Dit illustreert het toegenomen belang van adequaat beheer van liquiditeit met een heel korte horizon, onder meer doordat transacties op bruto basis in real time worden afgewikkeld. Moderne betaalsystemen

zoals TARGET 2 bieden daarom een reeks van mogelijkheden om op intraday basis de liquiditeitspositie te monitoren en controleren. De herziene principes vormen een stimulans voor banken om deze nieuwe mogelijkheden ook daadwerkelijk te gebruiken en bieden toezichthouders een handvat om banken hiertoe aan te zetten.

Tot slot is het belangrijk de financiële infrastructuur ook met enige regelmaat operationeel te testen. Daarbij gaat het primair om de schokbestendigheid van kritische processen en systemen. DNB bereidt momenteel een marktbrede oefening op het gebied van crisismanagement en besluitvormingsprocessen voor rond een nog vast te stellen scenario. Hieraan zal een aantal financiële ondernemingen deelnemen. Het is de bedoeling dat de oefening komend voorjaar plaatsvindt.

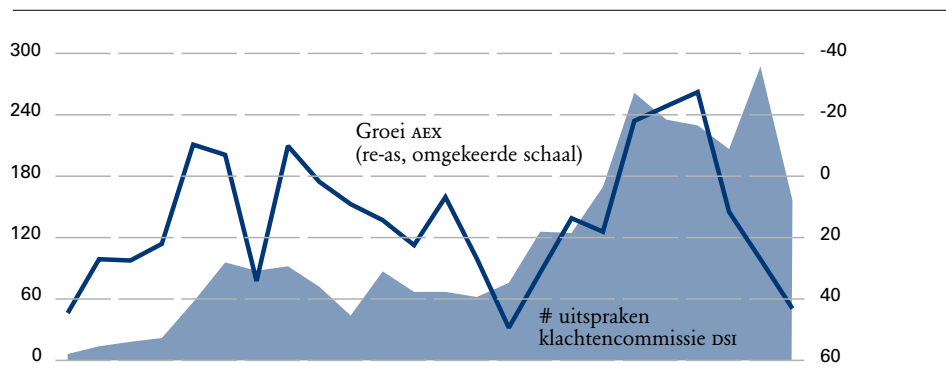
Reputatierisico en claimgedrag

Door de verliezen die de afgelopen jaren op diverse financiële producten zijn geleden is het onderwerp wanverkoop ('misselling') en, daaraan gekoppeld, reputatierisico een terugkerend thema in het Overzicht Financiële Stabiliteit. Vanuit financiële stabiliteitsoptiek speelt daarbij vooral in hoeverre grootschalige effecten kunnen optreden, bijvoorbeeld indien brede categorieën producten (en daarmee instellingen) worden getroffen door claims. Bekende gevallen zijn de aandelenlease-affaire en de recente kwestie rond beleggingsverzekeringen.¹⁸ Structureel speelt ook de vraag in hoeverre in Nederland een claimcultuur is ontstaan. Dit laatste is moeilijk te meten, hoewel het aantal klachten bij erkende klachtencommissies zoals die van het Dutch Securities Institute (DSI) de afgelopen decennia duidelijk is opgelopen (grafiek 16).¹⁹ Afgezien van een mogelijk toegenomen claimcultuur zitten hier ook andere factoren achter, zoals het groeiende aantal Nederlanders met financiële beleggingen en schommelingen in het beursklimaat. Door de kredietcrisis zijn ook professionele partijen geconfronteerd met verliezen op gestructureerde producten die men als veilig beschouwde. Vooral in de vs heeft dit inmiddels geleid tot forse claims, wat onder meer blijkt uit het groeiende aantal collectieve aanklachten ('class actions'), waarvan een groot deel is gerelateerd aan subprime-beleggingen. Ook heeft een aantal internationale zakenbanken voor grote bedragen geschikt in zaken waarbij complexe beleggingsproducten zijn verkocht.

Meer claims door kredietcrisis

Grafiek 16 Claimgedrag en beurskoers

Aantallen respectievelijk procenten



Getoond wordt het aantal uitspraken per jaar van de klachtencommissie Dutch Securities Institute (DSI), alsmede haar voorlopers.

Bron: DSI.

5 Conclusie

De mondiale condities voor financiële stabiliteit zijn nog steeds ongunstig. Marktprijzen blijven volatiel, terwijl kernmarkten zoals de interbancaire geldmarkt nog steeds niet goed zelfstandig functioneren. Sinds medio vorig jaar zijn verschillende onderdelen van het financiële stelsel geraakt, met achtereenvolgens de verliezen in de Amerikaanse subprime-hypotheekmarkt, waarderingproblemen, het opdrogen van marktliquiditeit en correcties op vermogensmarkten. De komende tijd zal duidelijk worden hoe sterk de economische groei vertraagt en in hoeverre dit de problemen in het financiële stelsel verder vergroot.

Hoewel de vooruitzichten nog steeds onzeker zijn, kan ook worden geconstateerd dat zowel de officiële autoriteiten als de private sector daadkrachtig op de situatie reageren. Door de invloed van waarderingmethoden op basis van actuele waarde ('fair value') ontstaat snel helderheid over de verslechterde situatie binnen de financiële sector en worden ook sneller aanpassingen afgedwongen dan in het verleden. Zo worden verliezen snel afgeschreven en proberen banken tegelijkertijd hun balansen te versterken. Ook zijn beleidsaanbevelingen gepresenteerd om het financiële stelsel robuuster te maken. Opvallend daarbij is de internationale coördinerende rol van het Financial Stability Forum en private sector-initiatieven (IIF, CPRMG). De uitdaging in de komende maanden is om de beleidsvoorstellen ook daadwerkelijk te implementeren. Het vooruitzicht op een sterker financieel systeem vormt immers een belangrijke voorwaarde voor vertrouwensherstel op de financiële markten. DNB pakt daarom de voor haar relevante beleidsaanbevelingen voortvarend op en werkt waar nodig samen met andere autoriteiten en de financiële sector.

Noten

- 1 IMF, 'Global Financial Stability Report', April 2008
- 2 CMBS (Commercial Mortgage-Backed Securities) is verhandelbaar papier, met commercieel vastgoed als onderpand.
- 3 CGFS, 'Private equity and leverage finance markets', CGFS Papers No. 30, juli 2008, downloadbaar via www.bis.org. Deze studie kwam tot stand onder voorzitterschap van DNB-directeur Henk Brouwer.
- 4 Zie het hoofdstuk 'Economische ontwikkelingen', en het artikel 'De Nederlandse economie in 2008-2010: een voorspelling met MORKMON', Kwartaalbericht, juni 2008. Volgens de daarin gepubliceerde raming vertraagt de Nederlandse economische groei in 2009 tot 1,5%.
- 5 De macroeconomische effecten van dit scenario zijn gesimuleerd met het model NIGEM, het wereldmodel van het National Institute of Economic and Social Research. De uitkomsten luiden in afwijking van een basisscenario dat wordt beschreven in het artikel 'De Nederlandse economie in 2009-2010: een voorspelling met MORKMON', Kwartaalbericht, juni 2008.
- 6 Het risicoprofiel van Nederlandse huizenbezitters is in vorige edities van het OFS in kaart gebracht (bijvoorbeeld het OFS van september 2007). Daarbij komt onder andere de scheve verdeling van zowel schuld als vermogen naar voren, zowel bij de verschillende inkomens- als leeftijdscategorieën.
- 7 Zie het artikel 'Herverpakken van hypotheeklen door banken scherp teruggevallen', DNB Statistisch Bulletin, juni 2008. Interne securitisaties leveren normaalgesproken geen provisie op, wat in lijn is met de al eerder ingezette daling van de provisiebaten.
- 8 Covered bonds zijn obligaties uitgegeven door banken waarbij extra zekerheid wordt geboden door middel van onderpand, dat hiervoor in feite wordt afgescheiden van het vermogen van banken. Daarmee zijn deze obligaties grotendeels vergelijkbaar met gesecuritiseerd papier. Een belangrijk verschil is echter dat de houder van een covered bond een claim heeft op twee bronnen van afbetaling: de onderliggende activa en de uitgevende instelling. Dit laatste geeft extra zekerheid. Covered bonds blijven dan ook op de balans staan van de bank.
- 9 Daarnaast hebben centrale banken, inclusief het Eurosysteem, hun geldmarktinstrumentarium aangepast en nieuwe faciliteiten gecreëerd. Zie het hoofdstuk 'Financiële stabiliteit: actieplan ter versterking van het financiële stelsel', Kwartaalbericht, juni 2008.
- 10 DNB Working Paper No. 175 'Liquidity Stress-Tester: a macro model for stress-testing banks' liquidity risk', mei 2008.
- 11 Zie Overzicht Financiële Stabiliteit in Nederland, no, 7, maart 2008, alsmede het artikel 'De toekomst van het 'originate-to-distribute'-model bij banken', Kwartaalbericht, juni 2008.
- 12 Een SPV (Special Purpose Vehicle) is een entiteit, opgezet om bepaalde activiteiten of projecten van een onderneming – bijvoorbeeld een bank – uit te voeren en de bijbehorende activa onder te brengen.
- 13 Financial Stability Forum, Enhancing Market and Institutional Resilience, april 2008, downloadbaar via www.fsforum.org. Zie ook het hoofdstuk 'Financiële stabiliteit: actieplan ter versterking van het financiële stelsel', Kwartaalbericht, juni 2008.
- 14 IIF, 'Final report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations', 17 juli 2008, downloadbaar via www.iif.com.

- 15 CRMPG III, 'Containing Systemic Risk: The Road to Reform', 6 augustus 2008, downloadbaar via www.crmppolicygroup.org.
- 16 Zie de rapporten 'Progress in reducing foreign exchange settlement risk', CPSS Publications No. 83, mei 2008, en 'The interdependencies of payment and settlement systems', CPSS Publications No. 84, juni 2008. Beide zijn downloadbaar via www.bis.org.
- 17 De CLS (Continuously Linked Settlement)-bank is sinds vijf jaar actief en biedt een systeem waarbij de afwikkeling van beide zijden van valutatransacties is gecentraliseerd. Dit zorgt voor een aanzienlijke risicoreductie bij valutatransacties.
- 18 Zie het artikel 'De beleggingsverzekering', Kwartaalbericht, september 2008.
- 19 De behandeling van klachten door DSI is vorig jaar opgegaan in het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening (Kifid).