

## Financiële stabiliteit:

# Toenemende marktturbulenties in het tweede kwartaal van 2006

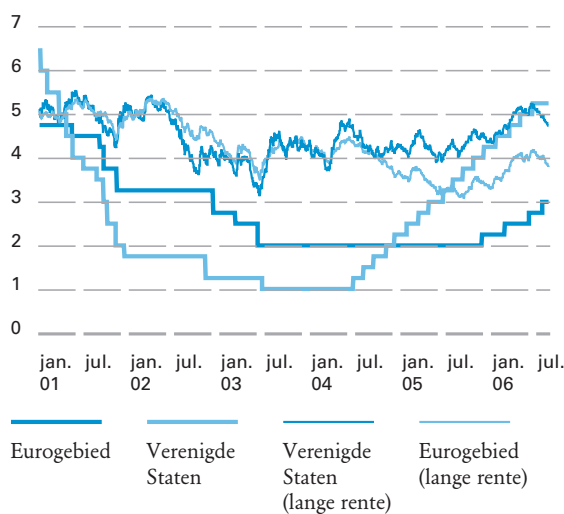
*In het tweede kwartaal van dit jaar werden de internationale financiële markten getest door toenemende nervositeit en een oplopende risico-aversie bij beleggers. Dit leidde tot forse prijscorrecties, vooral op de markten waar de prijzen het sterkst waren gestegen en waar sprake was van zwakke economische fundamentals. Vooralsnog hebben de prijscorrecties zich ordelijk voltrokken en lijkt eerder sprake van een tijdelijke kapitaalvlucht naar minder risicovolle beleggingen dan van een fundamentele omslag van het markt sentiment. Toch belichten de recente marktgebeurtenissen nog eens het risico van het plotseling verslechteren van dit sentiment. Een abrupte herbeoordeling van de risico's werkt onmiddellijk door op de risicopremies en de volatiliteit en kan leiden tot een snelle toename van de correlaties tussen prijsbewegingen op verschillende markten. Daarbij is ook de wisselwerking tussen markt-, krediet- en liquiditeitsrisico's relevant. Een en ander vormt een risico in geval van verdere (forse) marktcorrecties; een scenario dat blijft bestaan door de grote mondiale onevenwichtigheden. Dit onderstreept opnieuw het belang van het stelselmatig incorporeren van meer gestresste omstandigheden in het risicomanagement door financiële instellingen. Dit hoofdstuk besteedt aandacht aan de marktturbulenties in het tweede kwartaal en wijst op de mogelijke risico's van verdere marktcorrecties.*

### Recente ontwikkelingen op de financiële markten

#### *Overgang naar een fase met normalere liquiditeitsomstandigheden*

Wereldwijd heeft dit jaar een verkrapping van het monetaire beleid plaatsgevonden in reactie op toenemende inflatoire druk. Zo hebben de centrale banken in de vs en het eurogebied de beleidsrente dit jaar stapsgewijs verhoogd tot respectievelijk 5,25% en 3%. Ook andere centrale banken (zoals die van Japan en het Verenigd Koninkrijk) hebben in 2006 de rente opgetrokken. Daarnaast zijn de kapitaalmarktrentes in de vs en het eurogebied dit jaar opgelopen, komende van historisch lage niveaus (zie grafiek 1). De wereldwijde monetaire verkrapping kondigt het einde aan van een periode die gekenmerkt werd door goedkope liquiditeit. Hiermee wordt een herbeoordeling van de aantrekkelijkheid van hoogrenderende en risicovolle activa door marktpartijen aannemelijker. Immers, door de hogere beleidsrentes is ook de financiering van de

Grafiek 1 Beleidsrentes en lange rentes



Bron: Datastream.

posities (*cost of carry*) voor marktpartijen duurder geworden.

*Toch bleven risicovolle activa aanvankelijk zeer in trek bij beleggers...*

In de eerste vier maanden van 2006 hield de vraag naar beleggingen in hoogrenderende en risicovolle activa (zichtbaar sinds medio 2003) sterk aan. Hierdoor stegen de prijzen van veel van deze activa vrij fors in korte tijd. Zo explodeerden de grondstofprijzen tussen januari en halverwege mei dit jaar: koper steeg in die periode 93%, zilver 67%, goud 40% en olie 25%. Ook de prijzen van obligaties van opkomende markten namen opnieuw fors toe in die periode. Daarnaast zetten ook de mondiale aandelenkoersen hun opleving in 2005 begin dit jaar versterkt voort. De prijsstijgingen hingen grotendeels samen met de aanhoudende, uitbundige *search for yield*, de zoektocht van marktpartijen naar beleggingsmogelijkheden die bij lage rentes additioneel rendement genereren, waarbij zij geneigd zijn een hogere mate van (krediet)risico te accepteren. Een andere manifestatie van de uitbundige *search for yield* betrof de omvangrijke instroom van kapitaal in *private equity* en andere alternatieve beleggingscategorieën, zoals *hedge funds* en commercieel onroerend goed. Volgens de *European Private Equity & Venture Capital Association*

was in 2005 sprake van een verdubbeling van de door Europese *private equity* huizen geworven fondsen tot EUR 72 miljard.<sup>1</sup> Deze ontwikkelingen voeden het beeld dat marktpartijen tot dit voorjaar de financiële markten aan het afgrazen waren op zoek naar additioneel rendement. Overigens wordt de groei van *private equity* niet alleen gedreven door de zoektocht naar rendement. *Private equity* financiering mobiliseert kapitaal voor investeringen en draagt bij aan de diversificatie van bedrijfsfinanciering en van portefeuilles van beleggers. Deze factoren spelen ook een rol bij de opkomst van *private equity*.

De hoge risicotolerantie uitte zich begin dit jaar ook in een verdere daling van de kredietrisicopremies voor obligaties van bedrijven en opkomende markten tot nog lagere niveaus (zie grafiek 2). Een andere indicatie van de hoge risicotolerantie was het lage niveau van de impliciete volatiliteit op de financiële markten tot dit voorjaar. Dit niveau is over een langere periode bekeken overigens niet uitzonderlijk. Wel was de impliciete volatiliteit tot mei van dit jaar langdurig laag en lag deze onder het langjarige gemiddelde (zie Box 1).

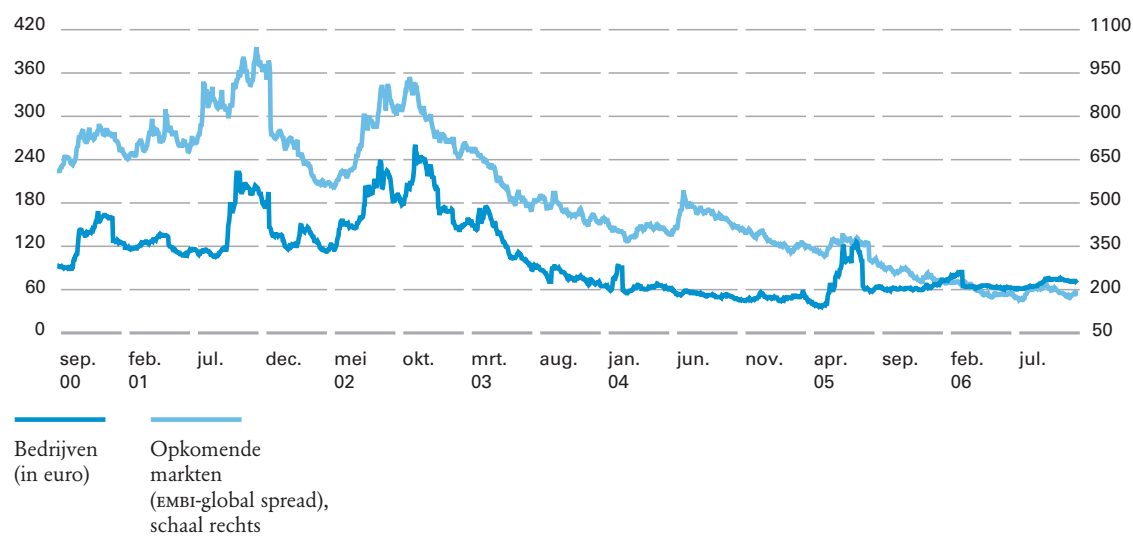
...ondanks eerste tekenen van toenemende nervositeit

De risicotolerantie van marktpartijen bleef tot begin mei van dit jaar hoog, hoewel de financiële markten eerste indicaties lieten zien van een mogelijk einde van de uitbundige *search for yield*. De eerste indicatie was

afkomstig van de IJslandse kroon, die met 15% deprecieerde in de maanden februari en maart van dit jaar. Dit werd vooral toegeschreven aan een verlaging van de kredietrating van IJsland door een hoog tekort op de lopende rekening en onzekerheid over een mogelijke renteverhoging in Japan. Naar verluidt hadden veel marktpartijen in IJsland zogenoemde *carry trades* uitstaan, een riskante beleggingspositie waarbij wordt geleend in valuta met een lage rente (bijvoorbeeld de Japanse yen) en belegd in valuta met een hoge rente (bijvoorbeeld de IJslandse kroon). Deze posities werden door de gebeurtenissen minder aantrekkelijk, hetgeen een massale terugdraai uitlokte. Naast de kroon daalden ook de aandelen- en obligatiekoersen in IJsland fors. De plotselinge prijscorrecties in IJsland veroorzaakten een herbeoordeling van riskante posities in enkele andere landen met eveneens hoge tekorten op de lopende rekening, zoals Nieuw-Zeeland en Hongarije. Het gevolg was dat ook in deze landen *carry trades* in maart en april massaal werden teruggedraaid door beleggers, waarop zich scherpe wissel- en aandelenkoersbewegingen voordeden (zie grafiek 3). Opvallend genoeg bleven de valuta-, aandelen- en obligatiemarkten in andere opkomende landen waar beleggers onder invloed van de *search for yield* riskante posities hadden opgezet aanvankelijk grotendeels immuun voor deze ontwikkelingen. Dit gold ook voor de belangrijkste valuta-, aandelen- en obligatiemarkten in de industrielanden.

## Grafiek 2 Rente-opslagen voor obligaties van bedrijven en opkomende markten

Dagbasis, in basispunten



Bron: Datastream.

### Box 1 Impliciete volatiliteit

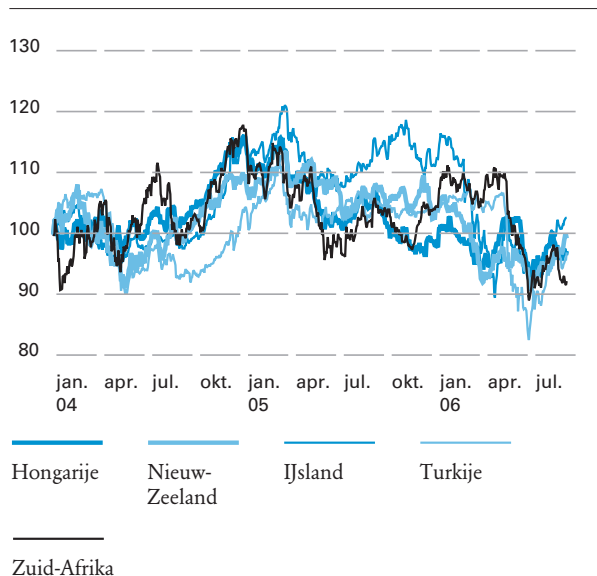
De volatiliteit op de financiële markten wordt gedefinieerd als de geannualiseerde standaarddeviatie van dagelijkse veranderingen in de prijs van activa, uitgedrukt in procenten. Bekende en veelvuldig gebruikte volatiliteitmaatstaven zijn de historische (daadwerkelijk gerealiseerde) volatiliteit en impliciete ofwel door de markt verwachte volatiliteit. Deze box gaat in op de impliciete volatiliteit. De term impliciete volatiliteit geeft aan dat deze volatiliteit (in tegenstelling tot de historische volatiliteit) niet direct meetbaar is, maar kan worden gevonden door de marktprijs van een optie als uitgangspunt te nemen. Via een iteratieve (*trial and error*) methode wordt gezocht naar de volatiliteit die nodig is om tot die optie te komen, gegeven de andere prijsbepalende factoren waarvan de waarde bekend is (koers van de onderliggende waarde, looptijd, uitoefenprijs, rente en inkomsten). Het idee achter impliciete volatiliteit is dat de prijs van een optie een maatstaf vormt van de door de markt verwachte volatiliteit. Hoe hoger de verwachte volatiliteit, hoe hoger de prijs (optiepremie) die de belegger bereid is te betalen voor bescherming tegen deze volatiliteit. In dit licht bezien wordt de impliciete volatiliteit ook vaak gebruikt als een indicator

voor de risico-aversie, waarbij geldt dat hoe nerveuzer en meer risico-avers de belegger, des te meer deze bereid is te betalen voor bescherming.

Het niveau van de impliciete volatiliteit op de mondiale aandelenmarkten was de afgelopen jaren langdurig aanzienlijk laag (zie grafiek 7). Sinds het herstel van de beurzen in maart 2003 is de impliciete volatiliteit gestaag gedaald en fluctueerde zij voor een groot deel van 2005 en de eerste maanden van 2006 tussen de 9 en 15%. Ter vergelijking: de gemiddelde impliciete volatiliteit voor de periode begin 1999 en begin augustus 2006 is 21%. Vanaf halverwege mei dit jaar steeg de impliciete volatiliteit fors en onverwacht tot een piek van 24% op 13 juni 2006, om vervolgens weer te dalen tot een niveau dat nog altijd hoger ligt dan voor de marktturbulentie begon, maar lager dan het langjarige gemiddelde. Een van de redenen voor de aanhoudend lage impliciete volatiliteit kan de *search for yield* zijn. Kennelijk hebben veel marktpartijen het aantrekkelijk gevonden om *short* volatiliteit te gaan (speculeren op een daling van de volatiliteit) en de optiepremie op te strijken, ook al was en is deze in veel gevallen vrij laag.

### Grafiek 3 Wisselkoersen van een aantal opkomende economieën

Dagbasis, genormaliseerd op 1 januari 2004 = 100

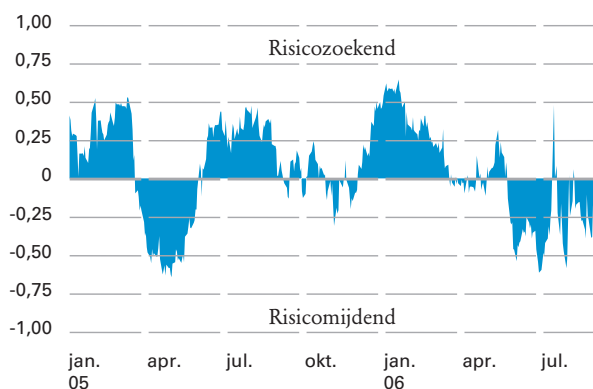


Bron: Datastream.

*Maar halverwege mei nam de marktonrust over een breder front toe*

In het tweede kwartaal van dit jaar vond een meer langdurige en breder gedragen correctie van de prijzen van risicovolle activa plaats. Onder invloed van toenemende onzekerheden over de precieze timing van de monetaire verkrapping in de vs, het eurogebied en Japan nam de risicogeneidheid op de financiële markten halverwege mei af (beleggers werden meer risico-mijdend, zie grafiek 4). Hierop verslechterde het algemene marktsentiment voor opkomende landen, in het bijzonder de landen met een hoog tekort op de lopende rekening, zoals Turkije, Zuid-Afrika, Hongarije en IJsland. Deze laatste twee landen werden hiermee opnieuw fors getroffen. Zo depreciëerden de Turkse (vanaf 9 mei) en Zuid-Afrikaanse (vanaf 11 mei) munt in zes weken tijd met respectievelijk 28% en 21% en verloren ook de aandelen- en obligatiemarkten in die periode fors. Ook in Brazilië, Filipijnen, India, Indonesië en Mexico deden zich vanaf 9 mei tot eind juni scherpe wissel- en aandelenkoersbewegingen voor en liep de volatiliteit op de obligatiemarkten op. Kort daarop (vanaf 12 mei) daal-

Grafiek 4 Risicogeneïdheid-indicator



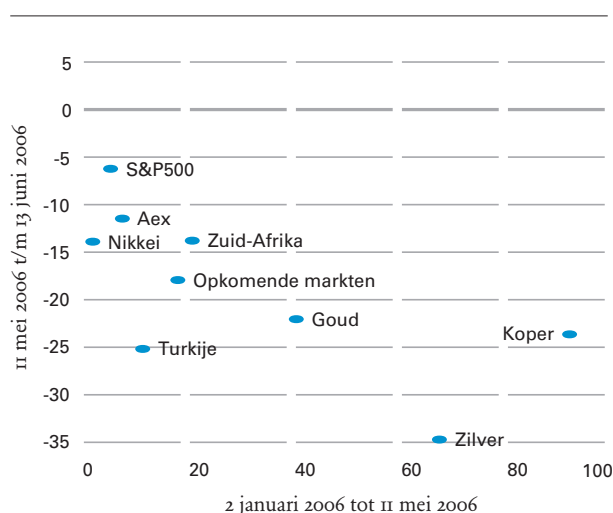
Toelichting: De risico-indicator is berekend als 'voortschrijdende' rangcorrelatie tussen maandelijkse rendementen en de volatiliteit in het voorafgaande jaar van alle AEX-fondsen.  
Bron: Thomson Financial.

den ook de grondstofprijzen aanzienlijk: zo hadden koper, zilver en goud medio juni respectievelijk 23%, 34% en 22% verloren ten opzichte van hun piek op 11 mei. Ook de olieprijs liep in mei en juni terug van us dollar 73 naar 66. De forse prijscorrecties werden vooral toegeschreven aan de grote hoeveelheid speculatief kapitaal die eerder naar de grondstoffen- en opkomende markten was toegestroomd en vervolgens weer snel werd teruggetrokken. Daarnaast tonen de forse prijscorrecties aan dat bij een verslechterend marktsentiment dergelijke minder liquide markten kwetsbaar zijn.

Prijscorrecties deden zich vooral voor op markten waar de grondstofprijzen het sterkst waren gestegen en

Grafiek 5 Cumulatieve prijsveranderingen

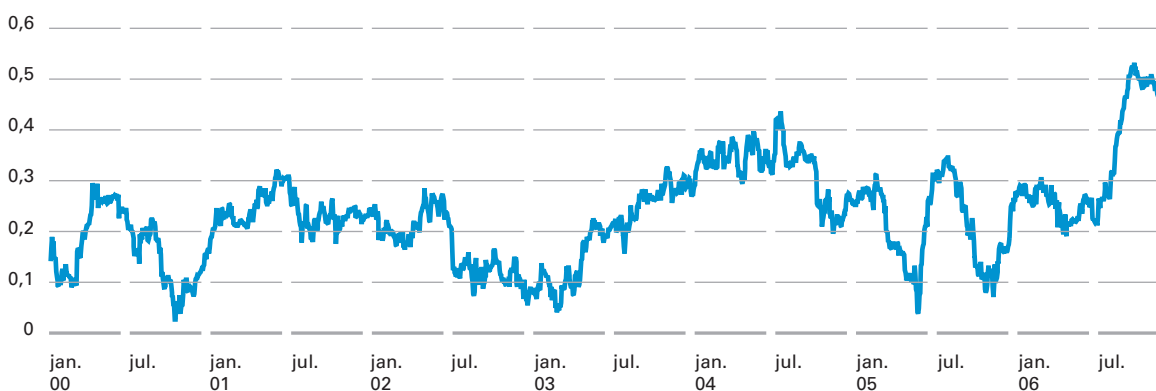
Mutaties in procenten



Toelichting: Land/regio synoniem verwijst naar de betreffende aandelenmarkt.  
Bron: Thomson Financial.

waar sprake was van zwakke economische fundamentals. Daarnaast leden ook de aandelenmarkten in de industrielanden aanzienlijke verliezen (zie grafiek 5). De belangrijkste aandelenmarkten (S&P 500, FTSE 100, Nikkei) en de AEX index verloren in de maanden mei en juni zo'n 6% of meer. Dit is illustratief voor het feit dat bij een marktomslag de correlaties tussen prijsbewegingen op verschillende markten snel toenemen (zie grafiek 6). Overigens waren de belangrijkste obligatiemarkten in mei en juni nauwelijks volatiel.

Grafiek 6 Gemiddelde correlatie tussen een aantal markten



Toelichting: markten omvatten MSCI wereld (zowel voor aandelen als voor obligaties), MSCI opkomende markten (eveneens voor aandelen en obligaties) en de GSCI grondstoffen index.

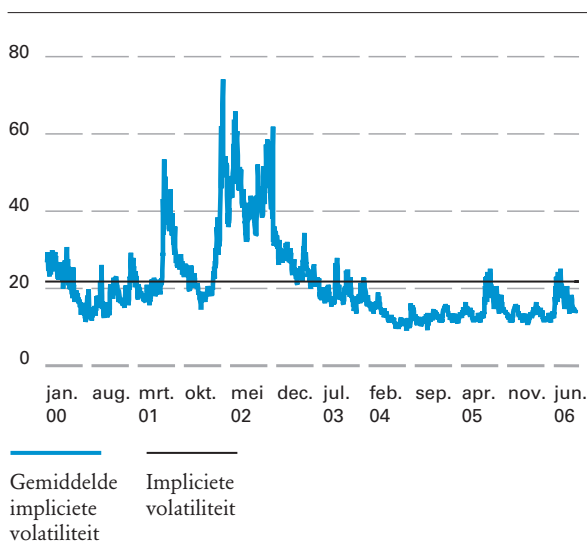
Bron: Datastream.

Andere indicaties van de toegenomen risico-aversie waren het oplopen van de impliciete volatiliteit op de financiële markten en een toename van de kredietrisicopremies voor obligaties van bedrijven en opkomende markten in de maanden mei en juni. Niettemin bleef de impliciete volatiliteit opmerkelijk laag in vergelijking met de enorme uitschieters tijdens de terroristische aanslagen op 11 september 2001, de beurskrach van najaar 2002 en het uitbreken van de tweede Golfoorlog in Irak (zie grafiek 7). Ook de stijging van de kredietrisicopremies voor obligaties van bedrijven en opkomende markten is bescheiden te noemen vergeleken met eerdere turbulente periodes (zie grafiek 2). Overigens moet daarbij worden opgemerkt dat de verschillen in de toename van de risicopremie voor individuele kredietnemers groot waren. Terwijl de kredietrisicopremie voor Turkse overheidsobligaties met 159 basispunten steeg in de periode mei en juni, bleef de toename van de kredietrisicopremies voor bedrijfsobligaties (*BBB-rated*) beperkt tot minder dan 20 basispunten. Tegen deze achtergrond kunnen de prijsbewegingen worden beschouwd als een correctie naar meer normale waarderingsniveaus met daarbij een gepaste differentiatie tussen risico's.

Halverwege juni stabiliseerden veel markten zich weer. Een eenduidige verklaring hiervoor valt moeilijk te geven. De groeiende verwachting dat het einde van de renteverhogingen in de VS nadert, speelde mogelijk een rol. Ook de breed gedragen mondiale economische

### Grafiek 7 Impliciete volatiliteit op de mondiale aandelenmarkten

Dagbasis, in procenten



Bron: Datastream.

groei kan van invloed zijn geweest. Wanneer de prijscorrecties op de aandelen-, grondstoffen- en opkomende markten in perspectief worden geplaatst, valt op dat de omvang van de correcties veel kleiner is dan de omvang van eerdere sterke prijsstijgingen (zie tabel 1). Zo stonden deze markten na de forse prijsdalingen nog steeds fors in de plus ten opzichte van begin 2004.

Over het algemeen hebben de Nederlandse financiële instellingen de marktcorrecties zonder moeilijkheden geabsorbeerd. De winstgevendheid van de grootbanken in het tweede kwartaal bleef robuust en de solvabiliteit van banken, pensioenfondsen en verzekeraars bleef intact (zie Hoofdstuk 'Prudentieel toezicht: actuele ontwikkelingen in de financiële sector' elders in dit Kwartaalbericht). Toch belicht het recente faillissement van het Amerikaanse *hedge fund* Motherrock, met een belegd vermogen van 450 miljoen dollar, nog eens de risico's van het grootschalig speculeren op hoogrenderende en risicovolle activa. Dit *hedge fund* kwam in de problemen na een mislukte belegging met grote hoeveelheden geleend geld in derivaten op aardgas.

### Mogelijk risico van onordelijke marktcorrectie blijft bestaan

Vooralsnog hebben de internationale financiële markten de recente marktgebeurtenissen zonder grote moeilijkheden geabsorbeerd: de prijscorrecties hebben zich ordelijk voltrokken en er leek eerder sprake van een tijdelijke kapitaalvlucht naar minder risicovolle beleggingen dan van een permanente omslag in het marktsentiment, waarbij beleggers massaal vluchten in liquide middelen.<sup>2</sup> Indicatief voor deze conclusie is allereerst dat de kapitaalmarktrentes in de VS en het eurogebied in mei en juni van dit jaar min of meer stabiel zijn gebleven (zie grafiek 1). Ten tweede duiden de nog altijd historisch lage niveaus van de risicopremies en volatiliteit erop dat veel marktpartijen de kredietrisico's laag blijven inschatten. Gezien de nog steeds groeiende omvang van de mondiale onevenwichtigheden – die hieronder kort worden besproken – blijft niettemin het gevaar van, mogelijk onordelijke, aanpassing van marktprijzen aanwezig. Dit houdt een voortdurend risico in voor de financiële stabiliteit.

#### *Aanhoudende onevenwichtigheden*

De kapitaalmarktrentes in de VS en het eurogebied zijn onlangs weer licht gedaald en liggen historisch gezien nog steeds relatief laag. Mede hierdoor lijkt aan de zoektocht naar additioneel rendement nog geen einde te

zijn gekomen. Naast de lage niveaus van de kredietrisicopremies en de volatiliteit op de financiële markten, is een andere aanwijzing hiervoor het opgetreden prijsherstel van aandelen-, grondstoffen- en opkomende markten sinds eind juni (zie tabel 1, laatste kolom). Het prijsherstel indiceert dat per saldo beleggingen in hoogrenderende en risicovolle activa weer op gang komen. Overigens maskeert dit prijsherstel de aanhoudende nervositeit op de financiële markten. Zo daalden vooral de aandelenmarkten fors op het uitbreken van de crisis in Libanon in juli en de verijdeling van mogelijke vliegtuigaanslagen in het Verenigd Koninkrijk in augustus. Aan de andere kant stegen de aandelenkoersen nog sterker door positieve bedrijfsresultaten en gunstige macro-economische cijfers uit de vs. Voorts blijven transacties met een hoge schuldcomponent (bijvoorbeeld *leveraged buy-outs*) in trek bij beleggers, zoals blijkt uit de recente recordovername van HCA door Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR) voor 33 miljard dollar, waarvan 16 miljard dollar is geleend. Daarnaast houdt de sterke groei van de kapitaalstromen in *private equity* aan: in het eerste kwartaal van 2006 lag de instroom in de Europese *private equity* industrie 31% hoger dan in het laatste kwartaal van 2005.<sup>3</sup> Door deze uitbundige *search*

*for yield* blijven zorgen bestaan dat sommige activaprijzen niet meer in verhouding staan tot de onderliggende risico's.

Voorts blijft het Amerikaanse lopende rekeningtekort met ruim 6% van het BBP hoog. De omvang van dit tekort en het vooruitzicht van afnemende rentever verschillen in het voordeel van de vs dragen bij aan toenemende depreciatieverwachtingen voor de dollar. Bovendien financieren vooral de Aziatische en in toenemende mate ook de olieproducerende landen dit tekort vanuit hun deviezenreserves. De wisselkoers van de dollar is daarmee kwetsbaar voor een abrupte wijziging van het reservemanagement door centrale banken in China en/of het Midden-Oosten. Zo'n wijziging zou kunnen ontstaan door politieke factoren, zoals handelsprotectionisme in de vs richting China en de verheving van geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten.

Naast ontwikkelingen van de rentes en de dollar-koers, is ook het beloop van de olieprijs van belang voor de stabiliteit van de financiële markten. De dure olie – een vat Brent kostte begin september 66 Amerikaanse dollar – blijft een risico vormen, vanwege de mogelijke invloed op groei- en inflatievooruitzichten. Door de huidige crisis in Libanon en de aanhoudende politieke

**Tabel 1 Prijsveranderingen**

In procenten

	Piek in 2006 t.o.v.		Piek in 2006 t.o.v.		Diepte-	Heden <sup>3</sup>
	1 januari 2004	Datum <sup>1</sup>	Diepte- punt in mei/juni 2006	Datum <sup>2</sup>	punt in 2006 t.o.v.	t.o.v.
					2 januari 2006	Diepte- punt
MSCI wereld	34,3	9 mei	-10,6	13 juni	-3,7	9,4
MSCI opkomende markten	98,9	8 mei	-24,5	13 juni	-5,9	18,7
AEX index	41,6	21 apr	-13,6	13 juni	-6,3	14,7
Koper	276,1	11 mei	-23,8	13 juni	47,1	15,3
Zilver	150,4	11 mei	-34,9	13 juni	9,3	34,5
Goud	75,1	11 mei	-22,2	14 juni	9,2	11,7
Grondstoffen	61,3	14 jul	-8,5	14 juni	-0,2	-2,1
Rente-opslag opk. markten <sup>4</sup>	-228,9	1 mei	57,9	27 juni	-5,3	-34,3
Rente-opslag high yield obl. <sup>4</sup>	-146,1	12 mei	61,1	24 juli	-24,3	6,7

<sup>1</sup> Datum van piek in 2006.

<sup>2</sup> Datum van het dieptepunt in 2006.

<sup>3</sup> Heden is 4 september 2006.

<sup>4</sup> In basispunten (een daling van de rente-opslag indiceert een verbetering van de situatie).

Bron: Datastream.

problemen met Iran houden de spanningen rondom de levering van olie aan. Het risico op een verdere olieprijsstijging blijft daardoor manifest.

*Enkele factoren die een marktcorrectie kunnen versterken*

Indien een marktcorrectie zich voordoet, kan deze om verschillende redenen mogelijk verder worden versterkt. Eén daarvan is het opzetten van posities door marktpartijen in dezelfde richting. Een verandering van de omstandigheden, bijvoorbeeld scherpe rente- of wisselkoersbewegingen, kan dan leiden tot het massaal sluiten van vergelijkbare posities door marktpartijen. Een dergelijk proces kan worden versterkt indien zich tweede-orde effecten voordoen, waarbij opgetreden koersbewegingen aanleiding zijn tot verdere afbouw van posities.

Ook het gebruik van *Value-at-Risk* (var) maatstaven door marktpartijen in hun risicomanagement kan bijdragen tot het versterken van prijscorrecties. De var is een statistische risico-indicator die met een hoge waarschijnlijkheid (bijvoorbeeld een 99% betrouwbaarheidsinterval) het maximumverlies als gevolg van veranderingen in marktprijzen op een positie of portefeuille aangeeft voor een bepaalde beleggingshorizon (vaak een periode van 10 dagen). Veel financiële instellingen stellen op basis van de var hun limieten op. var-maatstaven zijn onder meer gebaseerd op de volatiliteit op de financiële markten in de voorbije periode. Daarbij geldt dat bij oplopende volatiliteit de limieten zich neerwaarts aanpassen, waardoor de maximale posities die marktpartijen kunnen innemen in relatie tot de onderliggende risico's verlaagd worden. Indien de bestaande posities van instellingen de nieuwe var-limieten (dreigen te) overschrijden, kan dit hen dwingen om deze posities te verkopen. Dit versterkt de volatiliteit verder, waardoor een zelfversterkend mechanisme in gang wordt gezet. Let wel dat dit risico tijdens de recente marktonrust vermoedelijk amper heeft gespeeld vanwege de relatief bescheiden toename van de volatiliteit. Tijdens hevigere marktturbulenties zal de volatiliteit naar alle waarschijnlijkheid sterker oplopen en kan het gebruik van var-limieten een meer bindende factor blijken te zijn. Daarnaast is de laatste jaren het risico wellicht toegenomen dat bij een schok de var-limieten snel worden genaderd. De volatiliteit op de financiële markten ligt immers vanaf medio 2004 – met uitzondering van de recente marktturbulentie – langdurig onder het langjarige gemiddelde (zie grafiek 7). Hierdoor kunnen financiële instellingen grotere posities innemen, maar neemt tegelijkertijd de kans toe dat in stresssituaties de var-limieten worden overschreden.

Overigens is het onder deze omstandigheden des te belangrijker dat er marktpartijen zijn, die zich een langere horizon kunnen veroorloven, zoals pensioenfondsen en levensverzekeraars.

Daarnaast kan de toenemende rol van marktwaardering, bijvoorbeeld bij de financiële verslaglegging als ook bij toezichtregels, tot extra volatiliteit leiden. Een prijsverandering wordt dan immers sneller zichtbaar in de boeken, hetgeen de risicosensitiviteit van marktpartijen kan vergroten. Daardoor kunnen zij mogelijk eerder geneigd zijn om bij ongunstige ontwikkelingen posities af te stoten, waardoor de prijsbeweging wordt versterkt.

## Slot

De onrust op een aantal financiële markten eerder dit jaar is weliswaar vrij snel weer weggeëbd, maar fungeerde niettemin als een waarschuwing voor de snelheid waarmee veranderingen in het marktsentiment zich kunnen voltrekken. Daarbij werd ook bevestigd dat correlaties tussen prijsbewegingen op verschillende markten onder dergelijke omstandigheden snel blijken op te lopen. Hiermee wordt het belang benadrukt van het stelselmatig rekening houden met meer gestresse omstandigheden bij het risicomanagement van financiële instellingen. In dit licht is het positief dat steeds meer financiële instellingen in Nederland stresstesten toepassen. De kans op abrupte marktcorrecties, vanwege de aanhoudende mondiale onevenwichtigheden en het gevaar dat eenmaal ingezette koersbewegingen verder worden versterkt, blijven immers aanwezig.

1 Persbericht van European Private Equity & Venture Capital Association, d.d. 15 juni 2006.

2 Zie ook het Overzicht Financiële Stabiliteit, september 2006, De Nederlandsche Bank, op [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).

3 *Quarterly activity indicator: trends in the first quarter of 2006*, European Venture & Private Equity Association.