

Financiële stabiliteit: actieplan ter versterking van financiële stelsel

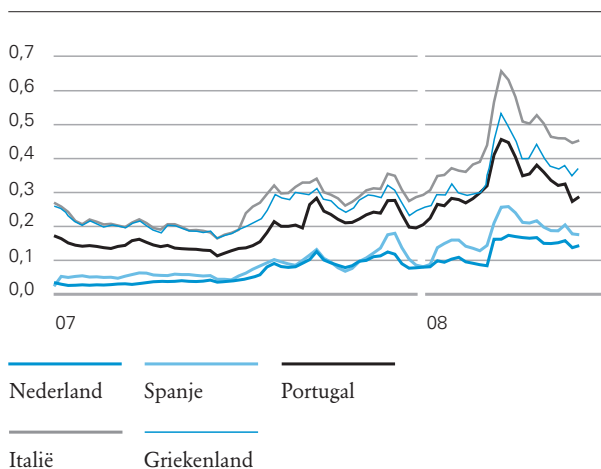
Sinds half maart is sprake van een voorzichtig vertrouwensherstel op de financiële markten. Toch blijven de marktomstandigheden fragiel. Zo leidt het herstructureringsproces van bankbalansen tot aanhoudende spanningen op de interbancaire geldmarkt. Ook resteert onzekerheid over de potentiële impact van tweede-ronde effecten vanuit de macro-financiële omgeving. Door hun liquiditeitsfaciliteiten te verruimen hebben centrale banken bijgedragen aan crisisbeheersing. Voor een structurele versterking van het mondiale financiële stelsel zijn gedragsaanpassingen door de private en publieke sector van wezenlijk belang. Daarbij vormt het in april gepubliceerde actieplan van het Financial Stability Forum een cruciaal vertrekpunt.

Herstel krediet- en aandelenmarkten na redding Bear Stearns

Medio maart kwam de in omvang vijfde Amerikaanse zakenbank Bear Stearns in zwaar weer terecht. Met de steun van het Amerikaanse stelsel van centrale banken kon deze systeemrelevante bank, die zeer actief was op de repo- en derivatenmarkten, worden behoed voor een faillissement en konden verdere besmettingseffecten worden voorkomen. De problemen bij Bear Stearns traden op tegen de achtergrond van een algehele verslechtering van het marktsentiment begin maart. De kredietrantsoenering en aanscherping van onderpandisen door banken leidden tot problemen, vooral bij partijen

Grafiek 1 Kapitaalmarktrentever verschillen met Duitsland

Basispunten, weekgemiddelden



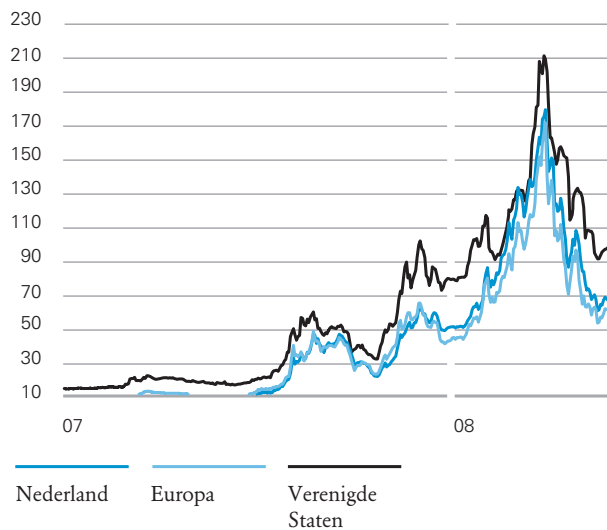
Bron: Thomson Financial.

die zich relatief sterk met vreemd vermogen financieren zoals sommige typen hedge funds. Dit voedde een collectieve angst voor een plotselinge afbouw van schuldposities en betalingsproblemen bij systeemrelevante financiële ondernemingen. Dit kwam tot uiting in een versterkte risico-aversie en een brede *flight to liquidity*. Zo nam het verschil tussen de Duitse kapitaalmarktrente en die van andere landen in het eurogebied, waaronder ook Nederland, tijdelijk toe (grafiek 1). Ook liepen de premies voor kredietverzekering op systeembanken collectief op (grafiek 2), met name voor banken met een (vermeende) kwetsbare liquiditeitspositie.

De reddingsoperatie van Bear Stearns en de daarbij door de Fed gecreëerde faciliteiten voor zakenbanken (zie hierna) markeerden een omslag in de perceptie van marktpartijen ten aanzien van het systeemrisico. Uit grafiek 2 blijkt dat de kosten van kredietprotectie nadien fors afnamen. De mondiale aandelenbeurzen hebben eveneens een herstel ingezet sinds medio maart. De sentimentsverbetering blijkt ook uit de afname van de volatiliteit op aandelen- en obligatiemarkten. Daarnaast is de liquiditeit op diverse markten, waaronder de repo-markt, recent verbeterd. Toch is zeker nog geen sprake van een normalisatie van marktomstandigheden. Zo functioneren diverse markten voor gestructureerde kredietproducten nog altijd niet of nauwelijks.

Grafiek 2 CDS-premies financiële instellingen

Ongewogen gemiddelde aantal grote financials



Toelichting: het betreft een ongewogen gemiddelde van de 5-jaars CDS-premies van een selectie van enkele grote financiële instellingen.
Bron: Bloomberg.

Mondiaal bankwezen compenseert effecten van opgelopen afwaarderingen

In de afgelopen maanden zijn de door financiële ondernemingen gepubliceerde afwaarderingen op subprime-gerelateerde producten fors opgelopen. Medio mei bedroegen deze alleen voor banken cumulatief mondiaal ruim USD 380 miljard.¹ Steeds meer marktpartijen vertrouwen erop dat het grootste deel van de verliezen nu is genomen. Toch blijft onzeker in welke mate de totale kosten uit hoofde van de marktturbulenties nog zullen oplopen. Er zijn immers signalen dat de Amerikaanse huizenmarkt de bodem nog moet bereiken. Dit kan zich vertalen in verder oplopende wanbetalingen op hypotheekleningen en gevolgen hebben voor de ontwikkeling van gerelateerde kredietmarkten. Daarnaast heeft de groeierugval in de Verenigde Staten een drukkend effect op de mondiale groeivoorzichten. Tegelijkertijd verslechtert het mondiale inflatiebeeld, met sterk opgelopen grondstof- en voedselprijzen, en is sprake van verhoogde wisselkoersvolatiliteit (zie hoofdstuk *Economische ontwikkelingen*). Al met al kunnen verschillende tweede-ronde-effecten vanuit de macro-financiële omgeving gaan doorwerken op de resultaten van financiële ondernemingen. Overigens zou een herstel van de kredietmarkten in het huidige accountingregime van waardering op basis van marktwaarde juist positief kunnen doorwerken op deze resultaten. Schattingen van afboekingen dienen dan ook met de nodige voorzichtigheid te worden geïnterpreteerd. De OESO raamde in april de totale subprime-gerelateerde verliezen op USD 420 miljard, waarbij werd gecorrigeerd voor de huidige lage marktwaarderingen die soms nogal hoge verlieskansen impliceren. Eerder in april raamde het IMF op basis van actuele marktwaarderingen en veronderstelde tweede-ronde-effecten de totale verliezen op USD 945 miljard, waarvan USD 480 miljard subprime gerelateerd.

De omvangrijke afwaarderingen² en de opgetreden herintermediatie werken negatief door op de bankbalansen. Banken trachten deze effecten te compenseren met maatregelen gericht op balansversterking en het omlaag brengen van schuldverhoudingen (*deleveraging*). Zo hebben zij wereldwijd inmiddels voor ruim USD 260 miljard aan nieuw eigen vermogen aangetrokken. Verder scherpen zij hun kredietverstrekkingbeleid aan: dit komt onder andere tot uiting in het afbouwen van kredietlijnen en het stringenter worden van verstrekkingscriteria (zie ook de hoofdstukken *Economische ontwikkelingen* en *Actuele ontwikkelingen in de financiële sector*). Andere maatregelen van banken zijn balansver-

korting door verkoop van activa, verlaging van dividenden, stopzetten van programma's om eigen aandelen in te kopen, reorganisaties en kostenbesparingen. Naar schatting verdwijnen wereldwijd circa 85.000 banen in de bankensector als gevolg van de kredietcrisis, met name op Wall Street en in de Londense City. Verder kan de kredietcrisis bijdragen aan een versnelling van het consolidatieproces in de financiële sector, vooral in sectoren als de Amerikaanse hypotheekinstellingen en de Duitse Landesbanken. Meest bekende overname in dit opzicht is die van Bear Stearns door JPMorgan, als element van de reddingsoperatie van deze instelling.

Impact op Nederlandse financiële sector

Ook de door Nederlandse banken gepubliceerde afwaarderingen op subprime-gerelateerde producten zijn in de afgelopen maanden verder opgelopen en bedragen nu circa EUR 15 miljard. Dit drukt sinds eind vorig jaar de winstgevendheid, evenals hogere financieringskosten en afnemende inkomsten. Daar tegenover staat de gunstige uitgangspositie van het Nederlandse bankwezen. Zo bedroeg het operationaal bedrijfsresultaat over 2007 zelfs na verrekening van de afwaarderingen EUR 11,5 miljard, terwijl het bankwezen over het eerste kwartaal van dit jaar per saldo ook nog een positief bedrijfsresultaat behaalde. Bovendien is de solvabiliteitspositie van het Nederlandse bankwezen ruim. Ultimo 2007 bedroeg de collectieve BIS-ratio 12,1%; de kapitaalbuffer ten opzichte van de BIS-norm van 8% kwam daarmee overeen met circa EUR 45 miljard. Al met al zijn er substantiële buffers om de reeds bekende en eventuele toekomstige verliezen op te vangen. Hoewel kredietvoorwaarden worden aangescherpt, is de bancaire kredietverlening nog niet vertraagd. Institutionele beleggers, met name pensioenfondsen, zijn vooral via hun belegde vermogen geraakt door de recente marktontwikkelingen. Zo vloeit de sterke daling van de dekkingsgraad van pensioenfondsen eind 2007 en begin 2008 grotendeels voort uit het negatieve beleggingsresultaat en pas in tweede instantie uit de daling van de kapitaalmarktrente (zie voor meer achtergronden over de Nederlandse financiële sector het desbetreffende hoofdstuk).

Aanhoudende spanningen op interbancaire geldmarkt

Op de interbancaire geldmarkten houden de spanningen langer aan. Begin dit jaar was voor de derde maal sinds de zomer van 2007 sprake van afnemende liquiditeit op de geldmarkt, tot uiting komend in hogere liquiditeits-

Tabel 1 Aanpassing liquiditeitsoperaties/instrumenten centrale banken

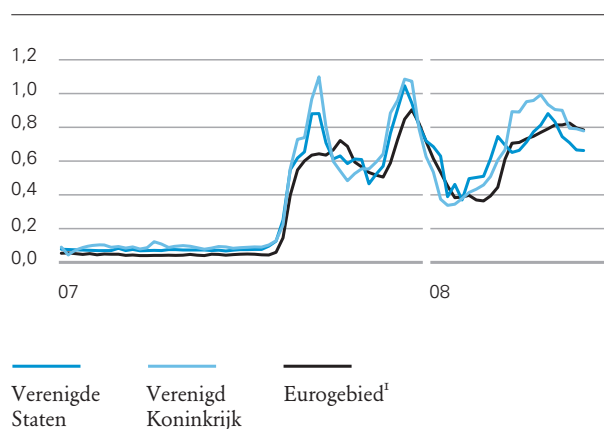
	Euro-systeem	Bank of Japan	SNB	Bank of England	Federal Reserve
Exceptional fine-tuning	●	●	●	●	●
Uitgebreide lange-termijnoperaties	●	●	●	●	●
Aanpassing traditionele faciliteit					●
Verbreding onderpandslijst			●	●	●
Onderpandsswap				●	●
Uitbreiding tegenpartijen				●	●
Valutaswapfaciliteit	●		●		●

Bron: BIS, DNB. Betreft selectie van genomen maatregelen.

premies dan gebruikelijk voor looptijden langer dan een week (zie grafiek 3). Deze spanningen zijn enerzijds een weerspiegeling van de aanhoudende balansdruk bij banken, waardoor banken sterker liquiditeit zijn gaan oppotten. Anderzijds zijn deze spanningen te verklaren uit een algehele risico-aversie, die onder andere heeft geleid tot een verlaging van tegenpartijlimieten. De liquiditeitspremies in het langere segment van de geldmarktcurve zijn dan ook na de reddingsoperatie van Bear Stearns op een hoog niveau gebleven.

Grafiek 3 Liquiditeitspremie interbancaire geldmarkt

3-maands interbancair tarief versus overnight index swaps (basispunten, weekgemiddelden)



Bron: Thomson Financial.

Betalings- en effectenafwikkelingssystemen blijven goed functioneren

De betalings- en settlementssystemen in het eurogebied zijn tijdens de financiële onrust goed blijven functioneren, ondanks de verhoogde spanningen op de interbancaire geldmarkt en een toename van transacties. Dit is mede te danken aan het ontwerp van deze systemen, waaronder het Nederlandse hoogwaardige betalingssysteem TOP dat tot begin dit jaar in gebruik was. Deze hebben namelijk een grote overcapaciteit, waardoor de volumetoenames zonder problemen konden worden opgevangen. DNB zal samen met de andere centrale banken uit het eurogebied de volumegroei in het Europese betaalsysteem TARGET2 goed blijven monitoren, zodat tijdig maatregelen kunnen worden getroffen indien de capaciteitsgrenzen bereikt zouden worden. Nederland is in februari 2008 tot dit betaalsysteem gemigreerd (zie hoofdstuk *Actuele ontwikkelingen in het betalingsverkeer*). Verder is sprake van een forse toename van het door banken uit het eurogebied aangehouden onderpand. Het extra onderpand werd voornamelijk ingelegd om indien nodig gebruik te kunnen maken van de liquiditeitsfaciliteiten van de ECB. Daarbij is het aandeel van door banken uitgegeven obligaties in het aangeboden onderpand hoog, terwijl het aandeel van gesecuritiseerde hypotheekleningen sterk is toegenomen.

Acute crisisbestrijding door centrale banken

In de afgelopen maanden hebben centrale banken zich ingezet voor crisisbeheersing en waar nodig gezamenlijk opgetrokken (zie tabel). Zo hebben de ECB, de Federal Reserve en de Zwitserse centrale bank de eind

vorig jaar geïntroduceerde valutaswapovereenkomst, waarmee Europese banken toegang kregen tot een dollarfaciliteit, recentelijk opgehoogd en de looptijd verlengd tot januari 2009. Deze faciliteit bleek nodig omdat internationaal actieve banken problemen ondervonden met hun financiering in vreemde valuta, met name de Amerikaanse dollar, vanwege de opgetreden verstoringen op de valutaswapmarkten. Door flexibel om te gaan met de traditionele faciliteiten zijn centrale banken er over het algemeen in geslaagd de korte marktrente dicht bij de beleidsrente te houden. Om de spanningen op het langere eind van de geldmarkt te adresseren hebben alle centrale banken van de G10-landen de focus van hun herfinancieringsoperaties sterker gericht op het driemaandssegment. De ECB heeft daarnaast een herfinancieringsoperatie met een zesmaands looptijd geïntroduceerd.

In sommige landen bleef de capaciteit van de traditionele faciliteiten onderbenut, omdat reputatierisico's die hieraan kleven tijdens perioden van marktonrust in belang toenemen. In reactie hierop hebben centrale banken de voorwaarden van deze faciliteiten aangepast. Ook zijn nieuwe faciliteiten geïntroduceerd om specifieke problemen bij groepen van marktpartijen of op bepaalde markten te adresseren. Zo introduceerde de Federal Reserve eind 2007 de *Term Auction Facility* en in maart 2008 de *Primary Dealer Credit Facility*; beide faciliteiten staan open voor zakenbanken die geen toegang hebben tot de traditionele faciliteit (*discount window*) en hanteren een bredere onderpandlijst. In maart kwam de Federal Reserve ook met de *Term Securities Lending Facility*, waarmee illiquide effecten kunnen worden omgeruild tegen staatsobligaties. De Bank of England introduceerde in april een vergelijkbare faciliteit (*Special Liquidity Scheme*) ten behoeve van (hypotheek)banken.

Door de flexibele opstelling van centrale banken konden de interbancaire geldmarkten blijven functioneren. Dit biedt echter geen structurele oplossing voor een afgenomen bereidheid bij commerciële banken om elkaar liquiditeit te verschaffen, zoals blijkt uit de hardnekkige spanningen in het langere segment van de geldmarkt. Daarvoor is een terugkeer naar normalere marktomstandigheden nodig. Hier speelt de afruil tussen crisisbestrijding op korte termijn en het bevorderen van de juiste prikkelwerking op langere termijn. Het is immers ongewenst dat de interventies van centrale banken zouden leiden tot een minder gedisciplineerd risicobeheer van marktpartijen. Mede ter beteugeling van dit soort risico's (*moral hazard*) is versterking van het liquiditeitsrisicobeheer door financiële ondernemingen en het toezicht daarop van belang.

Beleidslessen en het FSF-actieplan

Naast de hiervoor beschreven maatregelen gericht op crisisbestrijding is het van belang dat financiële instellingen, centrale banken, toezichthouders en andere betrokken partijen zoals kredietbeoordelaars de juiste lessen trekken om de schokbestendigheid van het mondiale financiële stelsel te vergroten. Daarvoor biedt het in april gepubliceerde rapport *Enhancing Market and Institutional Resilience* van het Financial Stability Forum (FSF) een veelomvattend actieplan, waaraan Nout Wellink als voorzitter van het Bazels Comité voor Banktoezicht heeft meegewerkt.³ Op basis van een analyse van de factoren die ten grondslag liggen aan de kredietcrisis presenteert het FSF 67 aanbevelingen op vijf terreinen: 1) het risicomanagement van financiële instellingen en prudentieel toezicht, 2) transparantie- en waarderingspraktijken, 3) de rol en het gebruik van kredietbeoordelingen, 4) het reactievermogen van beleidsmakers en 5) arrangementen voor crisismanagement.

Zo zal het Bazels Comité per juli 2008 richtinggevende principes ten behoeve van het liquiditeitsbeheer en het toezicht daarop uitbrengen en ook in 2008 voorstellen lanceren ter aanpassing van kapitaalseisen voor complexe kredietproducten (categorie 1). Verder worden financiële instellingen aangespoord om transparant te zijn over hun exposures op complexe kredietproducten en over hun buiten de balans gebrachte activiteiten, door vanaf medio 2008 halfjaarlijks te rapporteren aan de hand van een vastgesteld sjabloon (categorie 2). Ten aanzien van kredietbeoordelaars (categorie 3) zal IOSCO zijn gedragscode per medio 2008 aanpassen, gericht op kwaliteitsverbetering van het ratingproces, het tegengaan van belangenconflicten bij kredietbeoordelaars en het verbeteren van informatievervalsing over ratingmethoden. Verder bepleit het FSF de snelle oprichting van grensoverschrijdende colleges van toezichthouders voor de belangrijkste mondiale financiële instellingen (categorie 4). Onder de laatste categorie valt bijvoorbeeld de evaluatie van de hiervoor besproken liquiditeitsfaciliteiten van centrale banken. Een ander voorbeeld betreft de oproep aan betrokken autoriteiten om waar nodig bestaande depositogarantiestelsels te verbeteren, teneinde de kans op een bankrun te verkleinen en het algehele vertrouwen in het financiële stelsel te bestendigen.

Het weerstandsvermogen van de mondiale financiële sector is uiteraard pas echt gebaat bij de daadwerkelijke implementatie van de genoemde beleidsaanbevelingen. De voortgang wordt door het FSF nauwgezet

gemonitord, in samenwerking met de andere betrokken beleidsfora. Ook in Nederland wordt hard gewerkt aan de implementatie van deze aanbevelingen evenals andere relevante lessen zoals bijvoorbeeld die van de Ecofin. DNB pakt de elementen die op haar terrein liggen a tempo op en overlegt waar nodig met de Autoriteit Financiële Markten en het Ministerie van Financiën.

¹ Bron: Bloomberg (19 mei); dit is het totaal van afwaarderingen die via de verlies- en winstrekening naar buiten zijn gebracht alsmede een schatting van afwaarderingen die rechtstreeks ten laste van het eigen vermogen zijn gebracht.

² Herintermediatie ontstaat bijvoorbeeld doordat banken exposures die ze normaal gesproken zouden doorverkopen op de balans moeten houden, omdat sterker getrokken wordt op 'back-up' kredietlijnen en/of banken gedwongen worden om de activa van speciale juridische entiteiten – die juist waren opgericht om bepaalde activiteiten buiten de balans te brengen – weer terug op hun balans te nemen.

³ Het rapport is te downloaden via de FSF-website, www.fsforum.org. In het FSF analyseren centrale banken en toezichhouders uit de belangrijkste mondiale financiële centra samen met relevante internationale organen de meest relevante financiële-stabiliteitsrisico's en vertalen deze in concrete acties.