

09

De Nederlandsche Bank

Overzicht Financiële

Stabiliteit in Nederland

© 2009 De Nederlandsche Bank nv

Oplage: 550

Dit document is samengesteld op basis van informatie beschikbaar t/m 14 mei 2009.

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 Co-exceedances als indicator voor systeemrisico 5
- 2 **Nederlandse bedrijven en huishoudens 15**
Box 1 Gevoeligheid huishoudens voor financiële tegenslag 17
- 3 **Nederlandse financiële ondernemingen 20**
Box 3 Invloed van een 'Japan-scenario' op het pensioenstelsel 23
- 4 **Infrastructuur en institutionele ontwikkelingen 26**
- 5 **Conclusie 29**

Inleiding

De afgelopen periode moesten de autoriteiten wereldwijd fors ingrijpen om het financiële stelsel overeind te houden. Het faillissement van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers in september vorig jaar zorgde voor een snelle verslechtering van het marktsentiment. Een groot aantal financiële instellingen kwam hierdoor in problemen en moest worden gered. Ook Nederland ontkwam hier niet aan: in oktober is het Nederlandse Fortis-onderdeel genationaliseerd, inclusief de aanspraken op de nog af te splitsen bedrijfsonderdelen van ABN Amro. Daarnaast heeft de Staat een aantal instellingen kapitaalsteun verstrekt en zijn overheidsgaranties afgegeven. In andere landen zijn soortgelijke maatregelen genomen. Bovendien hebben centrale banken de toegang tot hun kredietfaciliteiten verder verruimd en de monetaire beleidsrente verlaagd.

Verregaande interventies

Deze verregaande interventies zijn noodzakelijk om de financiële stabiliteit te waarborgen. Niettemin hebben zij ook belangrijke neveneffecten. Zo kunnen steunmaatregelen marktverstoringen veroorzaken en leiden tot een verkeerde prikkelwerking, bijvoorbeeld omdat instellingen of individuen hun gedrag gaan afstemmen op impliciete garanties (moreel risico). Daarnaast kan worden waargenomen dat binnen het financiële stelsel de segmentatie langs nationale scheidslijnen toeneemt. Sommige grensoverschrijdende instellingen bouwen hun buitenlandse uitzettingen af of splitsen zich op, terwijl financiële markten nadrukkelijker landenrisico inprijken. Ook dit kan niet worden losgezien van de overheidsinterventies: crisisbeheersing is immers primair een zaak van nationale autoriteiten die opkomen voor de belangen van hun eigen belastingbetalers.

Wisselwerking met reële economie

Ondertussen is de reële economie flink geraakt door de kredietcrisis. De belangrijkste economieën zitten inmiddels in een recessie die zich dit jaar verder zal verdiepen. Doordat banken minder goed hun traditionele intermediaatierol kunnen vervullen staat de economische activiteit extra onder druk, terwijl omgekeerd de verslechterende economie zich vertaalt in nieuwe verliezen voor de financiële sector. Bovendien zijn additionele tegenslagen denkbaar, bijvoorbeeld indien de onlangs uitgebroken Mexicaanse griep zou uitgroeien tot een wereldwijde pandemie. Dit zou ook ernstige gevolgen hebben voor de economie. Ook Nederland wordt door deze ontwikkelingen getroffen. Als kleine, open economie worden we direct geraakt via een terugvallende exportvraag. De neergang wordt bovendien versterkt door de ongunstige binnenlandse dynamiek. Zo is sprake van een omslag op de Nederlandse woningmarkt, die vooral bij een scherpe conjuncturele inzinking en een beperking in het kredietaanbod kwetsbaar is.

Er zijn indicaties dat het tempo van de verslechtering afneemt, maar het is nog te vroeg om hieruit te concluderen dat het herstel nabij is. Daarvoor is het essentieel dat de neerwaartse spiraal tussen de financiële crisis en de wereldwijde recessie wordt doorbroken. Randvoorwaarde daarbij is herstel van het vertrouwen in de financiële sector, die immers een spilfunctie vervult in de economie. Dit onderstreept het belang om door te gaan met versterking en opschoning van de bankbalansen. Bovendien is het belangrijk om daarbij verstoringen van het (inter)nationale gelijke speelveld, zoals protectionisme, te vermijden.

I Ontwikkelingen in de internationale omgeving

Sinds de publicatie van het vorige oors heeft de kredietcrisis hard om zich heen gegrepen. De spanningen in de financiële sector blijven intens en hebben de reële economie besmet, ondanks vergaand ingrijpen door de publieke autoriteiten. De grootste uitdaging is om de neerwaartse spiraal tussen de crisis in de financiële sector en de wereldwijde recessie te doorbreken. Vertrouwensherstel is cruciaal voor bestrijding van de crisis. Hiervan is nog geen sprake, maar hoopgevende signalen zijn het verbeterde marktsentiment en de eerste tekenen dat het dieptepunt van de Amerikaanse recessie nabij is.

Systemecrisis

De ondergang van Lehman Brothers in september 2008 had een duidelijke systeemimpact. Deze bank was een systeemrelevante speler met wijdvertakte mondiale uitzettingen. Bovendien verliep de afwikkeling onordelijk, omdat lang onduidelijk bleef welke onderdelen van Lehman al dan niet in het faillissement begrepen waren. Deze gebeurtenis leidde tot paniek onder marktpartijen, waardoor hun vertrouwen in het financiële stelsel, dat al onder druk stond door de kredietcrisis, verdampte. Hierdoor kwamen kapitaal- en geldmarkten vrijwel tot stilstand. In de kern gezonde financiële ondernemingen kregen serieuze problemen met het aantrekken van financiering en kapitaal, juist op het moment dat het voor hen al een grote uitdaging was om hun balansen weerbaarder te maken. Box 1 beschrijft een marktindicator voor systeemrisico die illustreert hoe ingrijpend het faillissement van Lehman Brothers is geweest. Bovendien blijkt daaruit dat bewegingen in marktprijzen – vooral aandelenkoersen – nog steeds duiden op een verhoogd systeemrisico.

Door vergaande steunmaatregelen van de publieke autoriteiten is een implosie van het financiële stelsel voorkomen. Het marktsentiment blijft echter fragiel en de vooruitzichten zijn onzeker. Daarbij spelen ook kwetsbaarheden die al langer aanwezig zijn, zoals de problemen bij kredietverzekeraars (zogenoemde monoliners) die

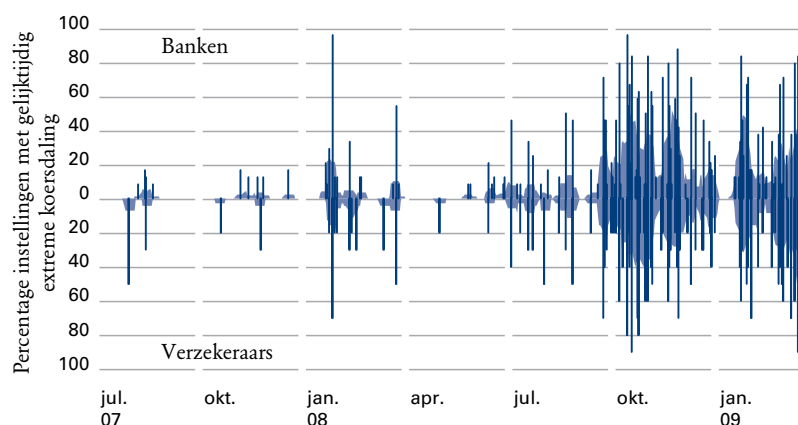
Box 1 Co-exceedances als indicator voor systeemrisico

Systeemrisico manifesteert zich wanneer veel financiële instellingen tegelijkertijd in de problemen komen. Dit kan gebeuren doordat een gebeurtenis direct een groot aantal instellingen raakt, of indien één instelling in de problemen komt en vervolgens anderen besmet. Er bestaan verschillende maatstaven voor systeemrisico, waarvan deze box één bespreekt: co-exceedances. Van co-exceedance is sprake wanneer marktindicatoren voor meerdere instellingen op dezelfde dag een extreme verslechtering laten zien. Extreem houdt in dat een waarneming bij de vijf procent ongunstigste bewegingen zit over de beschouwde periode. Als marktindicatoren worden beurskoersen gebruikt (daling betekent een verslechtering) en credit default swap (CDS-)premies¹ (stijging indiceert verslechtering). Co-exceedances moeten vooral worden gezien als een indicator van acuut systeemrisico; de voorspellende waarde is beperkt.

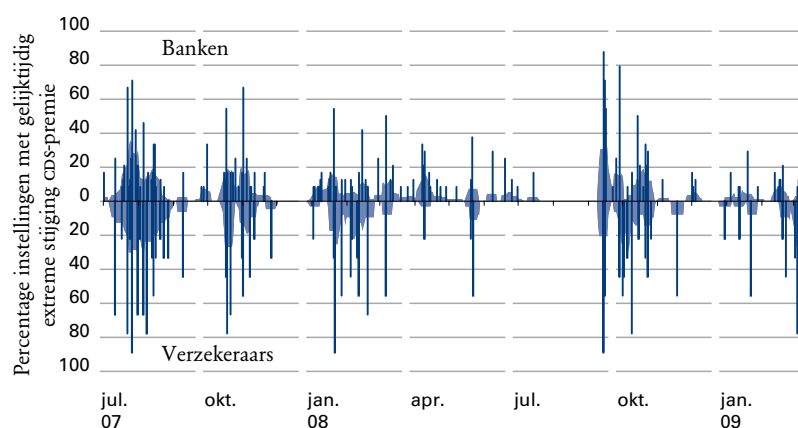
Grafiek 1 toont de ontwikkeling van co-exceedances voor een groep van 24 banken en 10 verzekeraars. De verticale as geeft op dagbasis weer hoeveel procent van de instellingen bij co-exceedances betrokken was.² De uitkomsten voor aandelen en CDS-premies laten een verschillend patroon zien. Zo zijn de uitslagen bij aandelen sterk geconcentreerd in de periode na de val van Lehman Brothers. De CDS-indicator heeft rond die periode eveneens forse uitslagen, maar ook in de zomer van 2007 toen de kredietcrisis begon. Het verschil tussen aandelen en CDS-premies valt deels te verklaren door de steunoperaties van de autoriteiten. In 2007 bleven deze beperkt tot liquiditeitssteun van centrale banken, waarbij het risicoprofiel van banken niettemin verslechterde. In het najaar van 2008 hebben overheden daarentegen massaal kapitaalsteun verstrekt. Herkapitalisaties leiden tot een (gedeeltelijke) verwatering van aandelenkapitaal, terwijl nationalisaties en dure achtergestelde leningen het rendement op het eigen vermogen – en dus aandelenkoersen – drukken. Daar staat tegenover dat deze ingrepen het risico op faillissement grotendeels wegnemen, en daarmee de druk op CDS-spreads juist verlichten. Dit verklaart waarom sinds het afgelopen najaar aandelenkoersen meer extreme uitslagen laten zien dan CDS-spreads.

Grafiek 1 Nog steeds veel gezamenlijke extreme koersdalingen...

Percentage instellingen



... en verhogingen CDS-premies

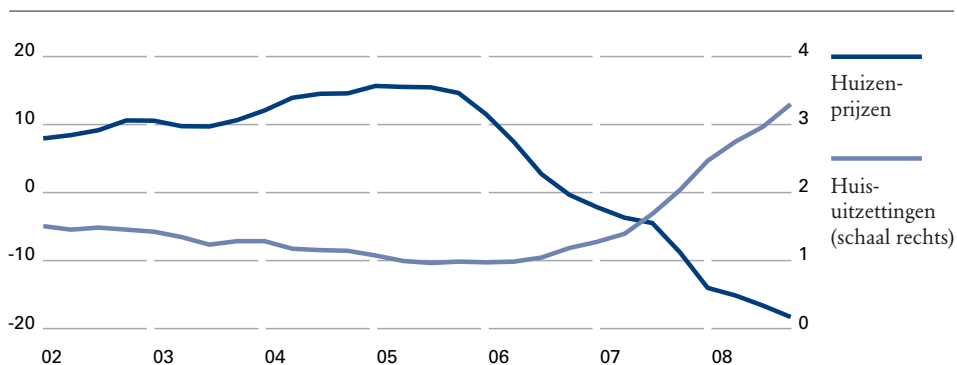


Getoond wordt hoeveel procent van de banken en verzekeraars gelijktijdig een extreme daling van aandelenkoersen (bovenste grafiek) en stijging van CDS-premies (onderste grafiek) laat zien. De donkere staafjes zijn de

dagwaarnemingen; de lichte vlakken tonen een zevendaags voortschrijdend gemiddelde.
Bron: DNB.

Grafiek 2 Ontwikkeling huizenprijzen¹ en gedwongen huizenverkopen in de vs

Procentuele groei (j-o-j), respectievelijk percentage totale aankopen



¹ s&p/Case-Shiller index.
Bron: Datastream.

zich kunnen vertalen in afwaarderingen van brede categorieën obligaties die door hen worden gegarandeerd.

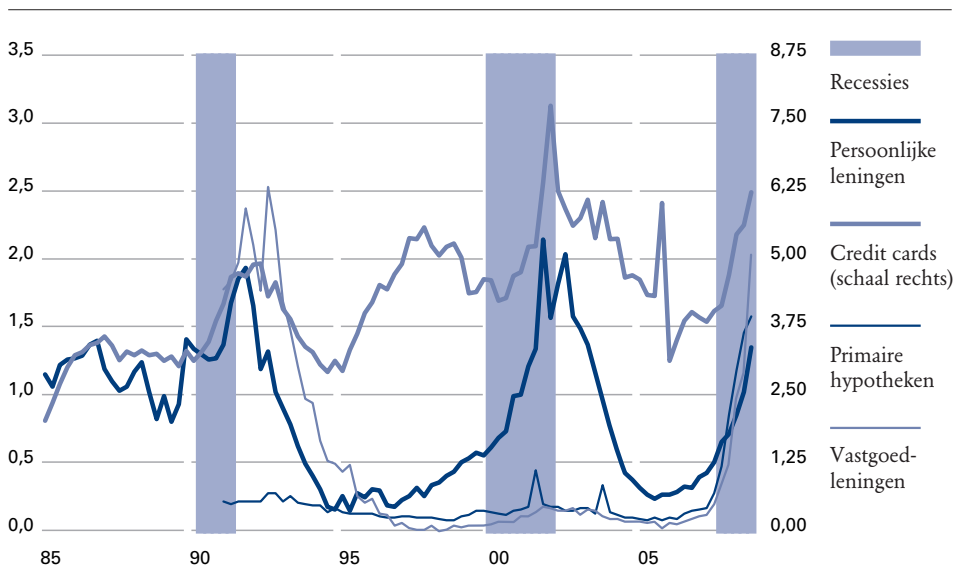
De financiële crisis raast door in 2009

In het afgelopen halfjaar zijn de financieel-economische problemen in de vs verergerd. De krach op de Amerikaanse huizenmarkt, het epicentrum van de financiële crisis, houdt aan, mede door de problemen in de financiële sector. De huizenprijzdaling zet zich voort en het aantal gedwongen huizenverkopen stijgt verder (zie grafiek 2). Bovendien beperken de verliezen zich niet langer tot de kwalitatief mindere hypotheek, zoals subprime en Alt-A. De wanbetalingen op de betere prime-hypotheek stijgen snel en liggen inmiddels op een fors hoger niveau dan tijdens eerdere recessies (zie grafiek 3). Dit illustreert de gewijzigde dynamiek op de woningmarkt, waarbij gezinnen gemiddeld hogere schulden hebben dan vroeger. Daarbovenop zijn de financiële problemen in de vs breed uitgewaaierd naar niet-

Crisis in de VS heeft zich verdiept en verbreed ...

Grafiek 3 Wanbetaling op verschillende typen leningen in de vs

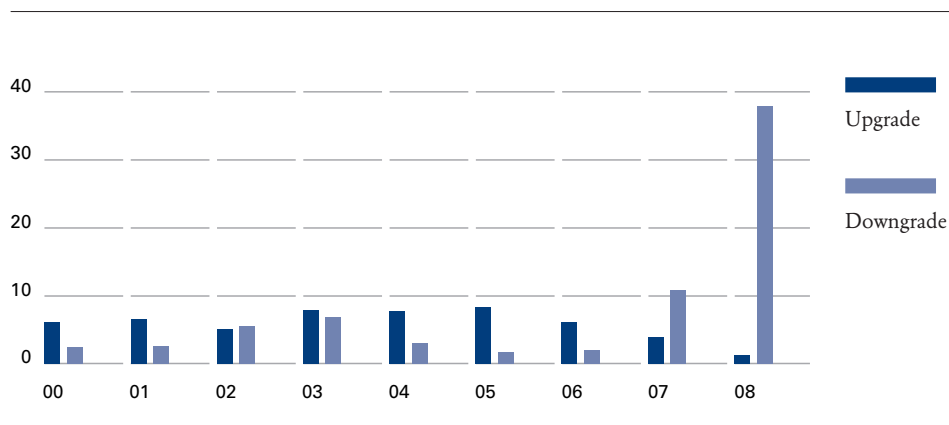
In procenten van totaal uitstaande leningen



Bron: Federal Reserve Board.

Grafiek 4 Aantal up- en downgrades van Amerikaanse kredietproducten

In procenten van totaal door s&p gerate kredietproducten in de vs



Bron: Standard & Poor.

hypothecaire leningen. Zo naderen ook de wanbetalingen op creditcard-, vastgoed- en consumptieve leningen de niveaus van vorige recessies. Dit verklaart de massale verlaging van de kredietstatus van Amerikaanse kredietproducten met dergelijke leningen als onderpand (zie grafiek 4).

... en intussen de rest van de wereld besmet

De verdieping en verbreding van de crisis beperkt zich niet tot de vs, maar is ook zichtbaar in de rest van de wereld. Tabel 1 toont dat de groeiramingen wereldwijd binnen één jaar zijn omgeslagen van een gezonde expansie naar een forse krimp. De economische teruggang wordt op verschillende manieren beïnvloed en versterkt door de crisis in de financiële sector. Banken hebben massaal hun kredietacceptatiecriteria aangescherpt, waarbij vooral de beschikbaarheid van handelsfinanciering is afgenomen en de kosten van krediet voor bedrijven zijn gestegen. De financiële crisis draagt verder bij aan de conjuncturele neergang door vertrouwensverlies bij producenten en consumenten en door vermogensverliezen bij particulieren, met als gevolg dat de bestedingen onder druk komen (zie ook hoofdstuk 2). Omgekeerd leidt de recessie tot nieuwe tegenvallers voor de financiële sector via toenemende kredietverliezen en een daling van de waarde van hun beleggingen.

Tabel 1 Bbp-groei en werkloosheid

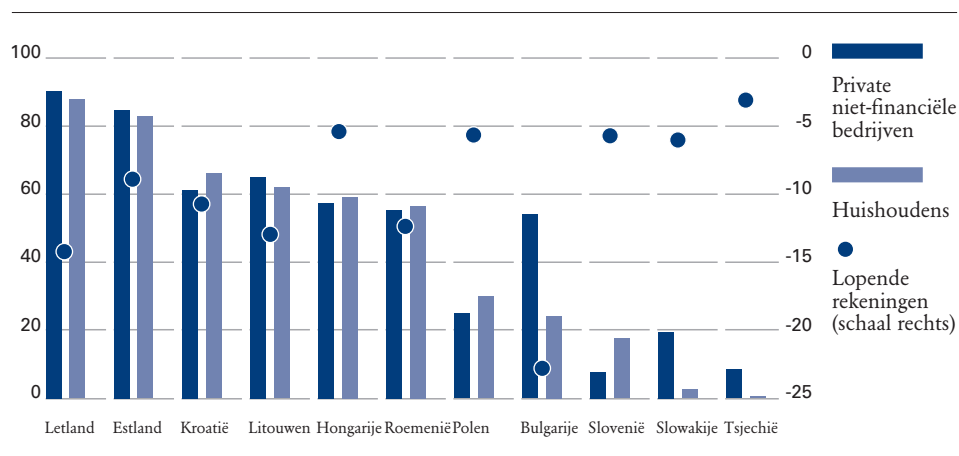
	bbp groei			Werkloosheid		
	2008	2009*	2010*	2008	2009*	2010*
Wereld	2,1	-2,5	1,0	-	-	-
vs	1,1	-2,8	-0,0	5,8	8,9	10,1
Japan	-0,6	-6,2	0,5	4,0	4,6	5,6
Eurozone	0,9	-4,2	-0,4	7,6	10,1	11,5
Opkomende economieën	6,1	1,6	4,0	7,3	8,2	-
Azië	7,7	4,8	6,1	5,7	6,4	-
Latijns Amerika	4,2	-1,5	1,6	7,3	8,3	-
Centraal en Oost-Europa	2,9	-3,7	0,8	8,8	9,8	-

* Dit betreft voorspellingen.

Bronnen: IMF WEO update april 2009, Consensus Forecast, ILO.

Grafiek 5 Aandeel leningen in buitenlandse valuta en lopende rekening

In procenten van het totaal uitstaande leningen; in procenten van het bbp, jaar 2008



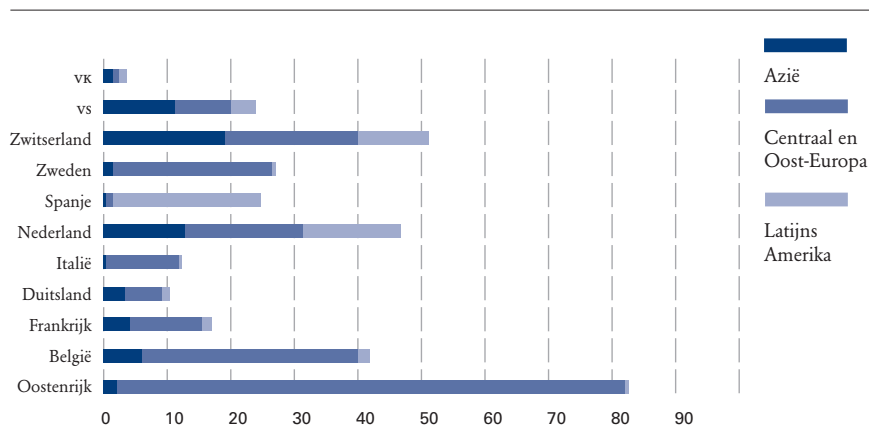
Bron: Bloomberg, Datastream.

Opkomende economieën worden in toenemende mate geraakt door de dynamiek van de crisis. Vooral kwetsbaar zijn landen in Centraal en Oost-Europa (COE) met hoge tekorten op de lopende rekening, hoge schuldposities en bedrijven en huishoudens met veel schulden in buitenlandse valuta (zie grafiek 5). In februari en begin maart van dit jaar stegen de risicopremies van vrijwel alle COE-landen snel. Sindsdien zijn beleggers meer rekening gaan houden met verschillen tussen landen in deze regio en blijven met name de risicopremies van de meer kwetsbare landen hoog. De banksectoren in sommige West-Europese landen hebben relatief veel krediet uitstaan op COE (zie grafiek 6). Afhankelijk van het risicoprofiel van deze kredieten, valt niet uit te sluiten dat sommige West-Europese banken met forse verliezen worden geconfronteerd wanneer de situatie in COE verder verslechtert. Daar staat tegenover dat zowel de EU als het IMF steunprogramma's hebben opgezet voor sommige landen zoals Hongarije, Polen en Roemenië.

Vooraf Centraal en Oost-Europa kwetsbaar

Grafiek 6 Uitzettingen van banksectoren op opkomende economieën

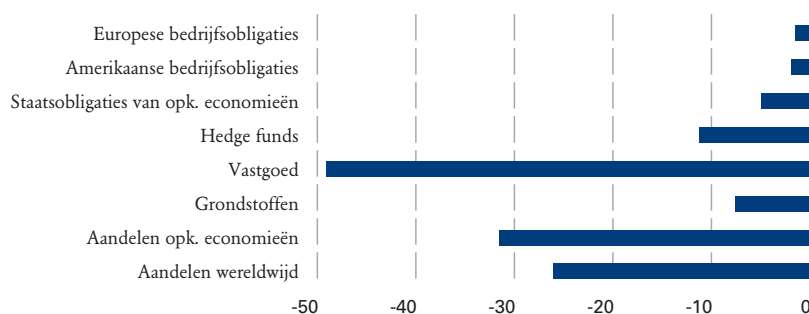
In procenten van het bbp, jaar 2008



Bron: BIS.

Grafiek 7 Ontwikkelingen in verschillende markten

Gemiddelde procentuele mutatie t.o.v. 1-8-2008, in procenten



Bron: Datastream.

Impact crisis op financiële sector

*Mondiale financiële sector
hard geraakt*

Inmiddels is de financiële sector verstrikt geraakt in een vicieuze cirkel, waarbij de financiële crisis en de economische neergang elkaar versterken. Sinds het derde kwartaal van 2007 is voor circa USD 1340 miljard afgeschreven in verband met de crisis. Deze afwaarderingen en de aanhoudend slechte waardeontwikkeling van een breed scala aan activa (zie grafiek 7) liggen ten grondslag aan de forse winstdalingen of zelfs verliezen die financiële ondernemingen rapporteren. Daarbij speelt ook dat een groot deel van de activa tegenwoordig op marktwaarde wordt gewaardeerd, waardoor het slechte sentiment zich direct vertaalt in afboekingen.

*Ondanks afschrijvingen
heerst onzekerheid over
bankbalansen ...*

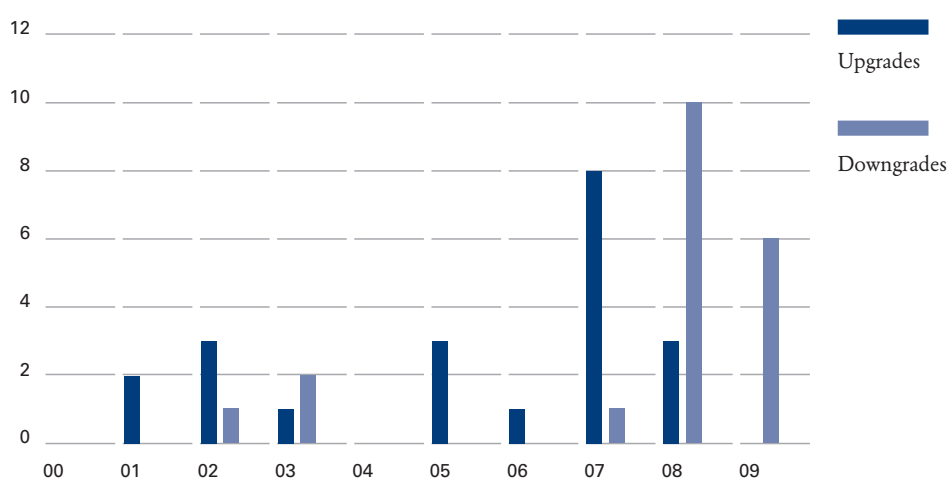
Banken nemen driekwart van de totale afschrijvingen door de financiële sector voor hun rekening. Tegelijkertijd hebben banken voor nagenoeg hetzelfde bedrag aan nieuw kapitaal weten aan te trekken, waarvan een groot deel afkomstig is van overheden. Op geaggregeerd niveau worden de afschrijvingen dus gedekt door kapitaalversterkingen. De kapitaalspositie van een groot aantal internationale banken is in het afgelopen jaar zelfs verbeterd. Niettemin zijn de ratings van een groot aantal banken sinds het vierde kwartaal van 2008 verlaagd (grafiek 8), terwijl de CDS-premies van banken, ondanks de recente daling, nog altijd ver boven pre-crisisniveaus liggen. Kennelijk heerst onzekerheid of de kapitaalbuffers van banken voldoende bestand zijn tegen nieuwe verliezen als gevolg van de toegenomen wisselwerking tussen de financiële crisis en de wereldwijde recessie. Verdere, mogelijk substantiële afschrijvingen liggen dan ook in het verschiet. Volgens een recente – en tentatieve – schatting van het IMF kunnen de totale afschrijvingen door de financiële sector uitkomen op USD 4054 miljard.³ Hiervan komt USD 2470 miljard voor rekening van de mondiale bankensector. Dit ligt in dezelfde orde van grootte als tijdens de Grote Depressie in de periode 1929-1934, toen banken circa 3,5 procent van de totale activa afschreven.⁴

*Ook niet-bancaire
instellingen zijn geraakt*

Hedge funds kampen naast forse verliezen met grote onttrekkingen door hun investeerders. In de tweede helft van 2008 haalden zij voor in totaal USD 400 miljard aan ingelegde gelden weg. Tegelijkertijd worden hedge funds nu ook geconfronteerd met defensief handelen door hun banken. Deze eisen extra zekerheden of zeggen hun kredietlijnen op. Vergelijkbare ontwikkelingen doen zich voor bij sommige beleggingsinstellingen, die met name in problemen komen indien zij zich richten op minder liquide beleggingscategorieën zoals vastgoed. Pensioenfondsen en levensverzekeraars zijn ook in zwaar weer terecht gekomen. Naast de sterke waardedaling van hun beleggingen, wordt hun financiële positie aangetast door de toegenomen waarde van hun verplichtingen als gevolg van de gedaalde lange

Grafiek 8 Ontwikkeling aantal up- en downgrades van rating van banken

Aantallen, gebaseerd op ratings van 20 banken in de periode 2000 t/m begin 2009



Bron: Eigen berekening.

rentes (zie hoofdstuk 3). Al met al is het vermogen van niet-bancaire financiële ondernemingen om nieuwe schokken op te vangen afgenomen.

Op financiële markten is desondanks sprake van herstel

Ondanks de hierboven geschetste sombere ontwikkelingen is de situatie op de financiële markten sinds april verbeterd. Meevallende macro-economische cijfers die de hoop voeden dat het dieptepunt van de Amerikaanse recessie nabij is en dat de bodem van de Amerikaanse huizenmarktcorrectie in zicht komt liggen mede ten grondslag aan het verbeterde marktsentiment. Zo stabiliseert de consumptie en trekken de woningverkoop en het consumentenvertrouwen weer aan, zij het van een laag niveau. Bovendien hebben de grote Amerikaanse banken over het eerste kwartaal van dit jaar tegen de verwachting in een positief resultaat geboekt. Ook is de daling van vertrouwensindicatoren in diverse landen (waaronder de vs, Duitsland en het vk) tot staan gebracht.

Tegen die achtergrond lijken beleggers minder risico-avers geworden. De aandelenbeurzen hebben zich, na een forse inzinking begin dit jaar, hierdoor krachtig kunnen herstellen. Bovendien kunnen financiële instellingen tegen gunstigere tarieven dan tot voor kort commercial paper verkopen en aantrekken. De spanningen in de geldmarkt zijn eveneens afgenomen. Sinds maart van dit jaar lopen de termijnpremies in de eurogeldmarkt terug, wat duidt op verbeterende omstandigheden.

Het positievere marktsentiment is een hoopvolle ontwikkeling. Dit is immers een voorwaarde voor het vlottrekken van niet goed functionerende financiële markten, wat bijdraagt aan het doorbreken van de negatieve spiraal tussen de financiële crisis en de economische recessie. Tegelijk is het nog zeer onzeker of de positieve ontwikkelingen op de markten zullen doorzetten. Cruciale randvoorwaarde daarvoor is immers herstel van de financiële sector. Het is nog te vroeg om hiervan te spreken, ondanks de reeds genoemde positieve resultaten van enkele grote Amerikaanse banken. Volgens critici geven deze cijfers een geflatteerd beeld, omdat ze opwaarts zouden zijn vertekend door een versoepeling van de verslaggevingsregels. Begin april heeft de Amerikaanse standaardsetter FASB financiële instellingen meer ruimte gegeven om hun bezittingen naar eigen inzicht te waarderen. Daarnaast leert het

Situatie op markten is verbeterd...

...luidt dit het begin van het herstel in?

verleden dat wanbetalingen in de vs doorgaans pas pieken aan het eind van een recessie (zie grafiek 3). Dit punt lijkt nog niet bereikt, getuige ook het sterk oplopen van het aantal werklozen en bedrijfsfaillissementen in de vs.

Andere risico's

Risico deflatie

In maart zijn in de vs voor het eerst in meer dan vijftig jaar de consumentenprijzen op jaarbasis gedaald, met 0,4 procent. In andere economieën, zoals Japan en China, is eveneens sprake van negatieve inflatie. Voor zover de prijsdaling in deze landen wordt gedreven door aanbodfactoren zoals de gedaalde olieprijs, is dit vermoedelijk een tijdelijk fenomeen. Indien prijzen echter structureel blijven dalen, zal dit de economische neergang verder versterken en verlengen. Bij langdurige deflatie hebben consumenten een prikkel om hun aankopen uit te stellen omdat ze denken dat de prijzen op korte termijn verder zullen dalen. Bovendien wordt een schuld-deflatiespiraal in gang gezet, waarbij schulden in reële termen groeien en op die manier de risico's op wanbetaling versterken. Ook in sommige delen van Europa staan de consumentenprijzen onder druk. Er zijn echter geen indicaties dat consumenten massaal hun aankopen uitstellen.

Dreiging griepvirose

Eind april is in Mexico een ernstig griepvirus ontstaan dat zich verspreidt naar andere landen. Het is nog onduidelijk welke proporties dit zal aannemen, maar in het ergste geval zou het virus kunnen uitgroeien tot een wereldwijde pandemie. Een griepvirose heeft ingrijpende effecten voor de mondiale economie en het financiële systeem, in de vorm van grootschalige afname van bestedingen en uitval van personeel.⁵ Dit zou de recessie verergeren. Bovendien zal het lastiger worden voor financiële instellingen en autoriteiten om kritische processen, zoals het betalingsverkeer en beheersing van de huidige financiële crisis, in goede banen te leiden. Met het risico van een griepvirose, die zich enkele keren per eeuw kan voordoen, wordt al enige tijd rekening gehouden. Het is van belang dat overheden en financiële instellingen zich goed voorbereiden op een dergelijk schok om de negatieve gevolgen zoveel mogelijk te beperken. De Nederlandse overheid inventariseert momenteel bij alle vitale sectoren, waaronder de financiële sector, de stand van zaken ten aanzien van de voorbereidingen op een pandemie.⁶

Gedragreactie financiële sector

Aanpassingsproces banken wordt bemoeilijkt...

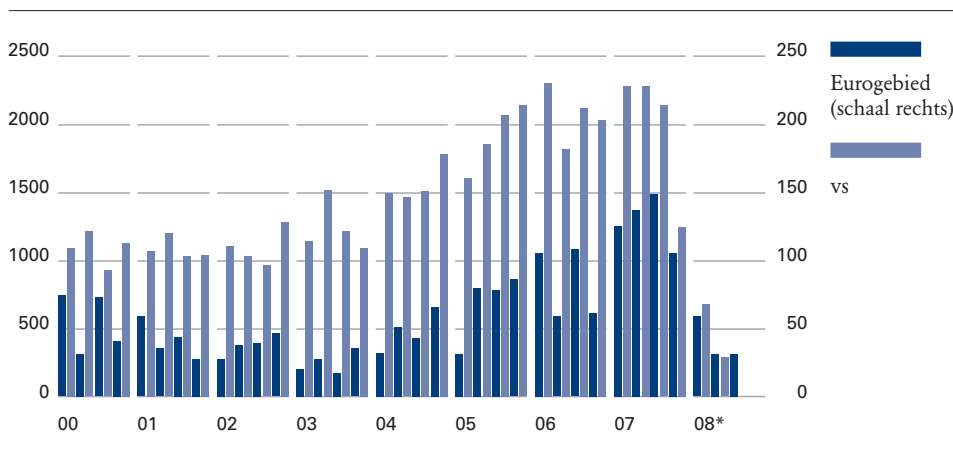
Het crisismanagement van financiële ondernemingen richt zich in eerste instantie op het reduceren van risicovolle uitzettingen, het veiligstellen van financiering, het aantrekken van nieuw kapitaal en het doorvoeren van kostenbesparingen. Sommige van deze maatregelen worden echter bemoeilijkt doordat marktpartijen scherper dan vroeger discrimineren tussen in hun ogen gezonde en minder gezonde instellingen. Hierdoor is de mogelijkheid voor balansversterking door de uitgifte van nieuwe aandelen beperkt voor de instellingen die dit het meest nodig hebben. De mogelijkheden voor balansopschoning blijven eveneens beperkt door de gebrekkige marktliquiditeit van diverse bankactiva.

... waardoor risico procyclusche maatregelen is toegenomen

Tegen deze achtergrond nemen financiële ondernemingen alternatieve maatregelen om de druk op hun balansen te verminderen. De paradox daarbij is dat deze maatregelen begrijpelijk of zelfs noodzakelijk zijn vanuit het perspectief van de individuele instelling, maar tegelijkertijd de neergang kunnen versterken wanneer ze gelijktijdig op grote schaal worden uitgevoerd. Zo worden banken terughoudender met hun kredietverlening. Grafiek 9 toont dat de kredietverlening in zowel het Eurogebied als de vs in 2008 nog altijd groeide, maar wel een scherpe vertraging liet zien. Deze groeivertraging is deels toe te schrijven aan een dalende krediet-

Grafiek 9 Kredietgroei in de private sector

In USD miljard voor vs en EUR miljard voor Eurogebied



* k4 data t/m November voor Eurogebied.
Bron: IMF, Eurostat.

vraag, met name van bedrijven, zoals ook blijkt uit de *Bank Lending Survey* van het Eurosysteem.⁷ Daarnaast past de vertragende kredietgroei bij het streven van banken om hun kredietuitzettingen ten opzichte van het eigen vermogen af te bouwen, in vakjargon ook wel *deleveragen* genoemd. Overmatig *deleveragen* kan echter leiden tot kredietrantsoenering en daarmee de recessie versterken. Het dilemma is hoe de *leverage* in de bankbalansen ordelijk kan afnemen zonder dat dit leidt tot een overmatige beperking van de financiële intermediatierol van banken.

Ook bouwen banken hun grensoverschrijdende activiteiten af. In het tweede kwartaal van 2008 namen de buitenlandse claims van Westerse banken voor het eerst sinds 2003 af met circa USD 480 mrd. In het derde kwartaal was dit bedrag meer dan verdrievoudigd tot ruim USD 1800 mrd. Wanneer lokale banken de terugtrekking door buitenlandse banken niet kunnen opvangen, zet dit extra druk op de economische activiteiten in een land.

Steunmaatregelen autoriteiten

Autoriteiten hebben vele, soms vergaande instrumenten ingezet om de crisis te bestrijden. De centrale banken in de belangrijkste economieën hebben hun geldmarktbeleid geïntensiveerd en hun beleidsrentes fors verlaagd. De Fed en het Eurosysteem wijzen tegenwoordig alle liquiditeitsverzoeken van banken volledig toe en hebben bovendien de lijst met beleenbaar onderpand verruimd. De Fed en Bank of England zijn zelfs overgegaan tot een kwantitatieve verruiming van het monetaire beleid door met nieuw geld (staats)obligaties op te kopen van marktpartijen. Ook het Eurosysteem heeft een opkoopprogramma aangekondigd, dat zich beperkt tot gedekte bedrijfsobligaties (zogenoeten *covered bonds*).

Autoriteiten verlenen directe en massale steun.

Naast steunverlening aan individuele instellingen in problemen, zijn sinds oktober 2008 in veel landen generieke steunprogramma's van kracht. Deze programma's zijn gericht op: (1) versterking van het kapitaal van ondernemingen met publiek geld, (2) ondersteuning van de financiering van banken door nieuw bancair schuld papier te garanderen, (3) overname dan wel garantie van slechte activa op bankbalansen, en (4) verhoging van de dekking van het depositogarantiestelsel. Daarnaast hebben enkele overheden een bank-in-problemen volledig overgenomen.

Met name de Amerikaanse steunpakketten zijn buitengewoon omvangrijk. In maart zijn twee belangrijke nieuwe initiatieven gelanceerd. Zo heeft de Fed aangekondigd om voor nog eens USD 1250 miljard aan activa op te kopen, met als doel de kwantitatieve monetaire verruiming uit te breiden en op die manier het deflatiegevaar te verminderen en banken in staat te stellen hun kredietverlening op peil te houden. Daarnaast heeft minister Geithner van Financiën een publiek-privaat fonds opgezet om probleemactiva op te kopen.

De grootschalige steun aan financiële instellingen leidt tot een oplopend beroep op de overheidsfinanciën die al onder druk staan door de recessie. Hierdoor is in de ogen van de markt de kredietwaardigheid van diverse overheden de afgelopen maanden verslechterd, terwijl bovendien sterker wordt gediscrimineerd op basis van risico. Zo liepen vanaf oktober 2008 de risicopremies op staatsobligaties van West-Europese landen snel op, waarbij eind januari werd gepiekt op niveaus van 50 à 300 basispunten. Daarbij was de stijging het grootst voor landen met een hoge staatsschuld en/of een verhoudingsgewijs grote financiële sector ten opzichte van de economie. De relatie tussen de kredietwaardigheid van overheden en die van (gesteunde) financiële ondernemingen kan gevolgen hebben voor toekomstige steunoperaties. Vooral ‘bad bank’-constructies, waarbij de overheid de financiële sector verlost van probleemactiva door deze onder te brengen in een nieuwe entiteit, leiden tot een snel stijgende staatsschuld. Dit verklaart de terughoudendheid van overheden voor zo’n oplossing. Grenzen aan de mogelijkheden van overheden om in te grijpen vragen om gedoseerd, maar daadkrachtig en geloofwaardig optreden.

Meer segmentatie binnen het financiële stelsel

In de afgelopen drie decennia is het financiële stelsel steeds meer geïntegreerd geraakt, gedreven door globalisering, deregulering en innovatie. Deze structurele trend is, in ieder geval tijdelijk, een halt toegeroepen door de crisis. In de huidige omstandigheden kiest een aantal financiële ondernemingen (noodgedwongen) voor een grotere nationale oriëntatie, wat tot uiting komt in het afbouwen van grensoverschrijdende activiteiten (zie hierboven). Naast het gedrag van marktpartijen is ook het handelen van autoriteiten een aandachtspunt. De getroffen crisismaatregelen zijn cruciaal voor de handhaving van financiële stabiliteit, maar hebben ook bijeffecten. Zo hebben sommige overheden als voorwaarde voor steun eisen gesteld aan de binnenlandse kredietverlening door banken. Voor zover dit ten koste gaat van hun buitenlandse dienstverlening, zet dit een rem op de integratie. Daarnaast zijn autoriteiten in de EU naar aanleiding van de gevolgen van het faillissement van de IJslandse bank Landsbanki in 2008 anders gaan aankijken tegen overmatige buitenlandse expansie via bijkantoren. Strengere eisen stellen aan bijkantoren van buitenlandse banken staat echter op gespannen voet met het streven naar een interne markt binnen de Europese Unie.

*Crisis leidt tot grotere
nationale oriëntatie*

2 Nederlandse bedrijven en huishoudens

Net als in andere landen is ook de Nederlandse economie in een recessie terecht gekomen, terwijl de groeiramingen voor dit jaar zeer somber zijn. Bedrijven worden vooral geraakt door een afnemende exportvraag en een verslechterende binnenlandse dynamiek. Huishoudens hebben te maken met vermogensverliezen, terwijl de werkloosheid fors zal oplopen. Een belangrijk aandachtspunt in dit klimaat is de huizenmarkt.

Bedrijven

In lijn met het mondiale beeld heeft de Nederlandse economie te maken met een ongekende conjunctuuromslag, waarbij inmiddels drie opeenvolgende kwartalen sprake is van negatieve groei. Dit treft vooral bedrijven die afhankelijk zijn van de export en sectoren, zoals de bouw, die gevoelig zijn voor de economische cyclus. Het negatieve klimaat weerspiegelt zich in afnemende investeringen en een daling van de zakelijke kredietgroei (grafiek 10). Dit laatste valt samen met een sterk afnemend producentenvertrouwen, wat erop duidt dat de vertragende kredietgroei deels is toe te schrijven aan een geringere vraag. Daarnaast hebben banken een aantal opeenvolgende kwartalen hun kredietvoorwaarden aangescherpt. Banken zijn immers nog steeds hun balansen aan het herstructureren (zie hoofdstuk 3) en moeten bovendien door de verslechterende omstandigheden rekening houden met grotere risico's.⁸ Dit neemt niet weg dat, hoewel de kredietgroei flink is ingezakt, banken nog steeds veel nieuwe kredieten verstrekken.⁹

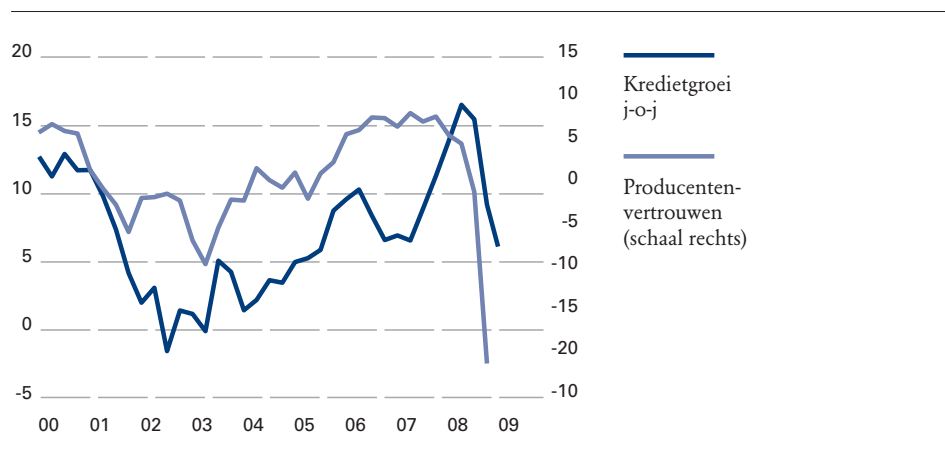
*Ongekende conjunctuur-
omslag*

Veel Nederlandse bedrijven hebben een goede uitgangspositie om de recessie te doorstaan. Tot vorig jaar ontwikkelde de economie zich immers voorspoedig, waarbij de krappe arbeidsmarkt zelfs duidde op gevaar van oververhitting. Desondanks zijn de gevolgen van de recessie al goed zichtbaar. Zo loopt het aantal faillissementen

*Desondanks goede
uitgangspositie flinke
terugslag*

Grafiek 10 Zakelijke kredietgroei Nederlandse banken en producentenvertrouwen

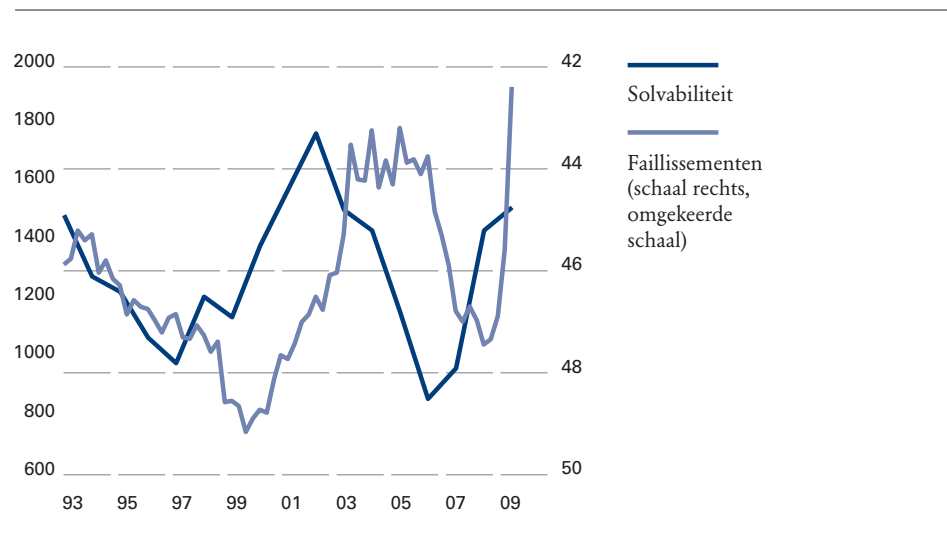
Procenten



Bron: DNB, CBS.

Grafiek 11 Faillissementen en solvabiliteit Nederlandse bedrijven

Faillissementen: aantal bedrijven per kwartaal tot en met eerste kwartaal 2009. Solvabiliteit: jaarcijfers, 2009 is een raming



Bron: CBS, CPB.

ten flink op, terwijl de solvabiliteit sinds 2007 geleidelijk vermindert (grafiek 11). Beide maatstaven zullen, gegeven de negatieve vooruitzichten, verder verslechteren. Bedrijven zijn vooral kwetsbaar indien ze weinig financiële speelruimte hebben, bijvoorbeeld doordat ze zich met veel vreemd vermogen financieren en daarom hun balansen moeten herstructureren. Tijdens de vorige economische neergang, begin dit decennium, moest het bedrijfsleven ook door een dergelijk aanpassingsproces, waarbij slechts beperkt nieuw krediet werd opgenomen en de gemiddelde looptijd van leningen werd verlengd.¹⁰

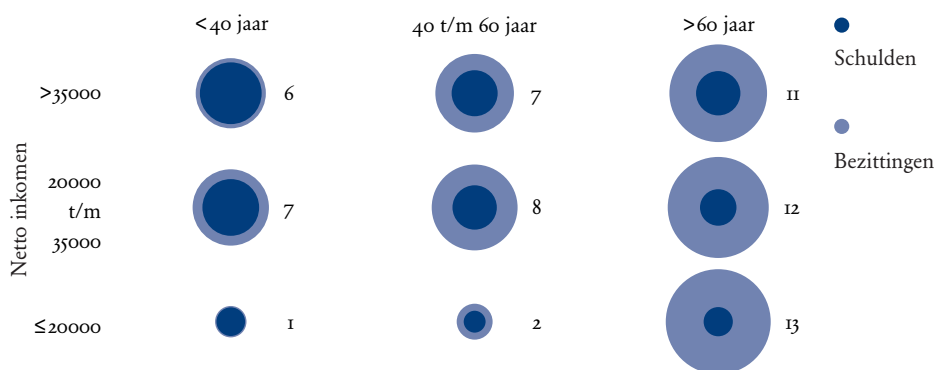
Financiering met veel vreemd vermogen was enkele jaren geleden niet ongebruikelijk als onderdeel van een private equity-transactie, om maximaal te kunnen profiteren van de financiële hefboomwerking. In een aantal gevallen is de financiële positie van een onderneming verzwakt, waardoor voorwaarden die zijn verbonden aan een lening – zogeheten convenanten – bindend worden en leiden tot aanscherping van de financieringsvoorwaarden. De betreffende ondernemingen komen hierdoor nog verder in de problemen. Het beeld bij Nederlandse bedrijven komt grosso modo overeen met dat in de rest van het eurogebied. De aangescherpte kredietvoorwaarden doen het effect van de renteverlagingen door de ECB – meer dan drie procentpunten sinds afgelopen zomer – deels teniet.

Huishoudens

Nederlandse gezinnen worden vooral geraakt door vermogensverliezen en de oplopende werkloosheid. De correctie in vermogensprijzen werkt grotendeels indirect, bijvoorbeeld via beleggingsverzekeringen die zijn gekoppeld aan hypotheek- en spaarproducten of via de pensioenopbouw. Gepensioneerden merken dit laatste overigens al op korte termijn doordat pensioenfondsen genoodzaakt zijn om – naast verhoging van de premies – indexatie van de uitkeringen op te schorten (zie hoofdstuk 3). Dit treft vooral ouderen met een relatief hoog aanvullend pensioen. Meer in het algemeen zijn ouderen gemiddeld vermogender dan jongeren. Dit betekent dat zij meer worden getroffen door vermogensverliezen, maar tegelijkertijd over meer buffers beschikken om deze op te vangen. Box 2 gaat in op de schulden- en vermogensposities van diverse inkomens- en leeftijdsgroepen. Hieruit blijkt dat

Grafiek 12 Bezittingen en schulden van huishoudens

Bezittingen en schuld als veelvoud van netto inkomen; mediane huishoudens per categorie. Vermelde getallen hebben betrekking op het bruto vermogen (inclusief eigenwoningbezit, exclusief pensioenopbouw)



Bron: DNB Household Survey, 2008.

Box 2 Gevoeligheid huishoudens voor financiële tegenslag

Huishoudens worden door de kredietcrisis getroffen in de vorm van vermogensverlies en verhoogde kans op werkloosheid. Bij vermogensverliezen moet in de eerste plaats worden gedacht aan de gedaalde aandelenkoersen, die ook de vermogensopbouw via levensverzekeringsproducten en pensioenfondsen uithollen. Daarnaast is het eigenwoningbezit een belangrijke factor. Hoewel de huizenprijsdaling tot op heden beperkt is, vormt dit verreweg de grootste vermogenscomponent die bovendien breed is gespreid over de bevolking.

Grafiek 12 laat zien hoe vermogen en schuld van Nederlandse huishoudens zijn verdeeld over inkomens- en leeftijdscategorieën. Opvallend genoeg zijn de verschillen tussen inkomensgroepen beperkt, maar tussen leeftijdsgroepen substantieel. Dit is grotendeels toe te schrijven aan het eigenwoningbezit en de daaraan gekoppelde financiering. Veel ouderen hebben al geruime tijd geleden de stap naar een koopwoning gezet en geprofiteerd van prijsstijgingen, terwijl ze hun hypotheekschuld grotendeels hebben afgelost. Zij hebben daardoor grote buffers waarmee verliezen kunnen worden opgevangen. Een kanaal waarlangs ouderen direct worden getroffen is via het pensioeninkomen. Veel pensioenfondsen verkeren in onderdekking en kunnen daardoor de uitkeringen niet volledig indexeren. Dit heeft betrekking op de tweede pijler van het pensioenstelsel, en treft dus vooral gepensioneerden met een relatief hoog aanvullend pensioen. De pensioenproblematiek raakt ook andere groepen, met name indien zij dicht tegen hun pensioen zitten – waardoor weinig gelegenheid bestaat om de opgeschorte indexering weer in te halen – of indien zij worden geconfronteerd met een verhoging van pensioenpremies.

Hoewel jongeren minder verliezen lijden door vermogensprijsdalingen, zijn ze – zeker met een eigen woning plus hypotheek – kwetsbaar voor een forse inkomensdaling. Dit laatste zal vooral optreden bij werkloosheid. Het Nederlandse stelsel van sociale voorzieningen biedt in dat geval een vangnet, maar voor bovenmodale inkomens is de terugval niettemin groot. De WW-uitkering is immers begrensd tot ruim EUR tweeënhalf duizend bruto, waardoor bij tweemaal modaal de inkomensachteruitgang zo'n vijftig procent bedraagt. Indien dergelijke huishoudens hoge hypotheeklasten hebben en over weinig financieel vermogen beschikken, kunnen daardoor problemen ontstaan om de rente en aflossing te

Voor al ouderen geraakt door vermogensverliezen

Jonge huiseigenaren kwetsbaar bij inkomensachteruitgang

betalen. Grafiek 13 toont de relatie tussen enerzijds een mogelijke daling van het inkomen en anderzijds het percentage huishoudens dat daarbij te maken krijgt met zeer hoge hypotheeklasten (i.e. veertig procent of meer van het bruto inkomen). Opvallend is dat bij inkomensdalingen tot zo'n twintig procent het aandeel gezinnen met hoge lasten blijft steken op het huidige niveau – minder dan één op de tien – maar bij grotere inkomensdalingen loopt dit gestaag op. Vanuit een geaggregeerd perspectief is dit laatste niet zo relevant – een extreme inkomensdaling van tientallen procenten zal slechts een fractie van de gezinnen treffen – maar de grafiek illustreert goed welke risico's een individueel huishouden loopt bij baanverlies.

Een andere bron van kwetsbaarheid betreft huishoudens met riskante hypotheekvormen. Daarbij kan worden gedacht aan hoge schuld niveaus ten opzichte van het onderpand, bijvoorbeeld omdat de betreffende hypotheek aflossingsvrij is of recent is afgesloten. Andere risico's hebben te maken met variabele rentetarieven en verliezen op beleggingsproducten die aan een hypotheek zijn gekoppeld. Gezien de verliezen op de beurs is de opbouw van risicovolle beleggingsdepots flink aangetast, terwijl de waardeontwikkeling van woningen onzekerder is geworden. Hierdoor neemt de kans op problemen bij uiteindelijke aflossing toe.

Al met al slaan vermogensverliezen en werkloosheid neer bij verschillende groepen binnen de samenleving. Ouderen zijn het gevoeligst voor vermogensverliezen, maar daar staat tegenover dat ze gemiddeld ook over grote financiële buffers beschikken. Veertig-minners met een bovenmodaal inkomen die worden getroffen door werkloosheid zullen echter meer moeite hebben om dit op te vangen.

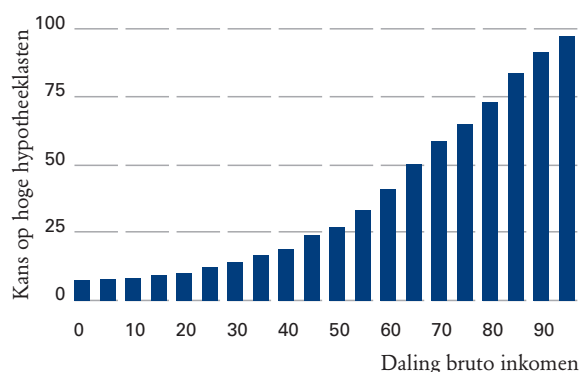
jonge huiseigenaren met een hoge hypotheek kwetsbaar zijn bij baanverlies. Deze groep beschikt doorgaans over een gering financieel vermogen terwijl – zeker bij de bovenmodale inkomens – de inkomensachteruitgang zeer groot kan zijn.

Omslag Nederlandse huizenmarkt

De huizenmarkt heeft sinds afgelopen najaar te maken met een sterke terugval in het aantal transacties. Ook is voor het eerst in lange tijd een prijsdaling zichtbaar. Volgens de Kadastergegevens bleef deze in het eerste kwartaal van 2009 nog beperkt (grafiek 14), maar uit verkoopgegevens van makelaars blijkt dat de gemiddelde huizenprijs van recente transacties al vijf procent lager ligt dan begin vorig jaar.¹¹ Dit zijn

Grafiek 13 Impact inkomensdaling op hypotheeklasten

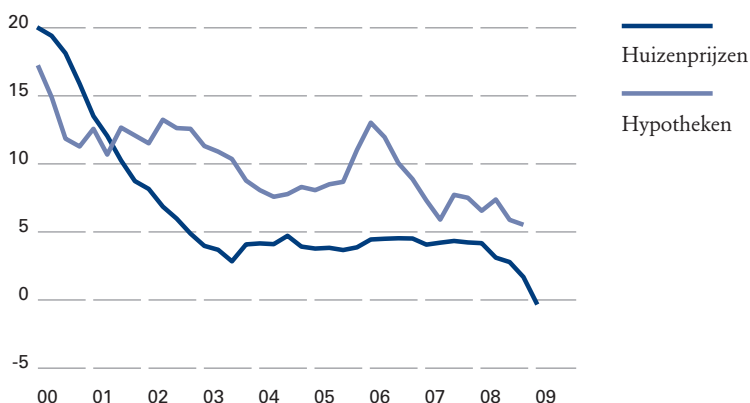
Kans op hypotheeklasten hoger dan 40 procent inkomen (procenten, verticaal), daling bruto inkomen (procenten, horizontaal)



Bron: DNB.

Grafiek 14 Huizenprijzen en hypotheckair krediet

Procentuele groei, j-o-j-groei cijfers



Bron: DNB, Kadaster.

overigens nog bescheiden aanpassingen in vergelijking met andere landen (zoals de vs, het vk, Ierland en Spanje), waar een scherpe correctie plaatsvindt van tientallen procenten. In deze landen was in de aanloop naar de kredietcrisis sprake van uitbundige prijsstijging, wat een belangrijk verschil is met Nederland waar de huizenmarkt juist was afgekoeld. Niettemin kunnen ook op de Nederlandse woningmarkt kwetsbaarheden ontstaan, met name bij een combinatie van een diepe recessie en een verdere aanscherping van kredietvoorwaarden. Volgens de *Bank Lending Survey* van april 2009 hebben Nederlandse banken hun tarieven voor woningfinanciering verhoogd en zien ze strenger toe op de verhouding tussen schuld en onderpandwaarde (i.e. de 'loan-to-value' ratio). Daarnaast speelt het verslechterde sentiment bij potentiële huizenkopers een rol bij de marktontwikkeling. De hypothecaire kredietgroei blijft volgens de laatste gegevens nog redelijk op peil, maar zal waarschijnlijk de komende tijd stagneren.

3 Nederlandse financiële ondernemingen

De Nederlandse financiële sector is flink geraakt door de verdere verslechtering van de macrofinanciële condities wereldwijd. Banken hebben te maken met nieuwe afboekingen, terwijl institutionele beleggers hun financiële positie in rap tempo zagen verslechteren. Daarbij wordt ook de interactie met de reële economie zichtbaar: banken worden terughoudender met kredietverstrekking terwijl pensioenfondsen hun uitkeringen niet meer volledig kunnen indexeren.

Banken

*Historisch grote verliezen
Nederlandse banken*

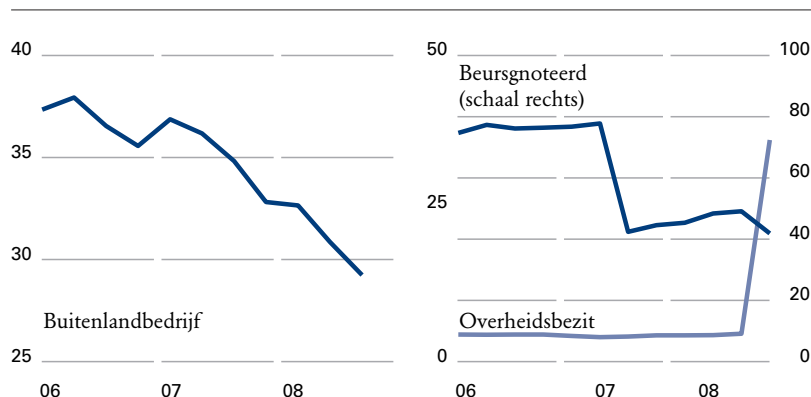
Het Nederlandse bankwezen heeft over 2008 historisch grote verliezen geleden. Het operationeel resultaat na belastingen kwam uit op een negatief saldo van ruim EUR 27 miljard. Dit is grotendeels toe te schrijven aan afwaarderingen in het vierde kwartaal. Deze hebben betrekking op vermogenstitels die op marktwaarde worden gewaardeerd en direct ten laste van het resultaat worden geboekt. Het verlies is verder vergroot door voorzieningen die banken moeten treffen voor toekomstige afschrijvingen. Dit zal waarschijnlijk verder oplopen als de huidige recessie zich verdiept, waardoor nieuwe verliezen op de kredietportefeuille onvermijdelijk zijn. De solvabiliteitsratio van banken is niettemin op peil gebleven, mede door kapitaalinjecties door de Staat van ruim EUR 13 miljard.

*Structuur bankwezen
verandert ...*

De afgelopen twee jaar is de structuur van het Nederlandse bankwezen snel veranderd (zie ook grafiek 15):

- Het bankwezen is meer *nationaal georiënteerd*.¹² Dit komt vooral door de overname van ABN Amro, waarbij grote bedrijfsonderdelen in de vs, Brazilië en Italië inmiddels zijn afgestoten. Ook de afsplitsing van het Nederlandse Fortis-onderdeel – tot voor kort een dochter van het Belgische moederconcern – draagt bij aan een sterkere binnenlandse oriëntatie van het bankwezen.
- Door de nationalisatie van Fortis Nederland, inclusief de aanspraken op ABN Amro, is een veel *groter gedeelte van het bankwezen in handen van de overheid* gekomen. Dit was tot voor kort slechts enkele procenten – de Bank Nederlandse

Grafiek 15 Recente veranderingen structuur Nederlandse bankwezen



Bron: DNB.

Gemeenten en de Nederlandse Waterschapsbank – maar bedraagt thans ruim één derde. Bovendien is de overheid als onderdeel van andere recente steunoperaties nauwer betrokken geraakt bij een aantal financiële instellingen. Zo heeft de overheid commissarissen benoemd bij ING, Aegon en SNS Reaal en voorwaarden gesteld aan de beloningen voor bestuurders van deze instellingen.

- Het grootste deel van het bankwezen is *niet meer beursgenoteerd*. Ook dit hangt samen met de overname van ABN Amro en de reddingsacties van afgelopen najaar en heeft belangrijke gevolgen voor het bestuur van deze banken.
- Door de kredietcrisis ontstaan processen die de *omvang en samenstelling van de bankbalans* beïnvloeden. Zo vindt herintermediatie plaats van activiteiten die voorheen buiten de balans plaatsvonden, terwijl banken tegelijkertijd trachten hun uitzettingen te beperken (*deleveraging*). Daarnaast hebben banken hun liquiditeitssurplus vergroot, om minder afhankelijk te zijn van de nog altijd slecht functionerende geldmarkt (zie grafiek 16). Hiertoe is ook de samenstelling van de kortetermijnfinanciering veranderd. Zo heeft hebben de problemen om wholesale-funding aan te trekken een ‘spaaroorlog’ ontketend op de markt voor retaildeposito’s. Bovendien zijn banken sterk afhankelijk geworden van de financiering door centrale banken.

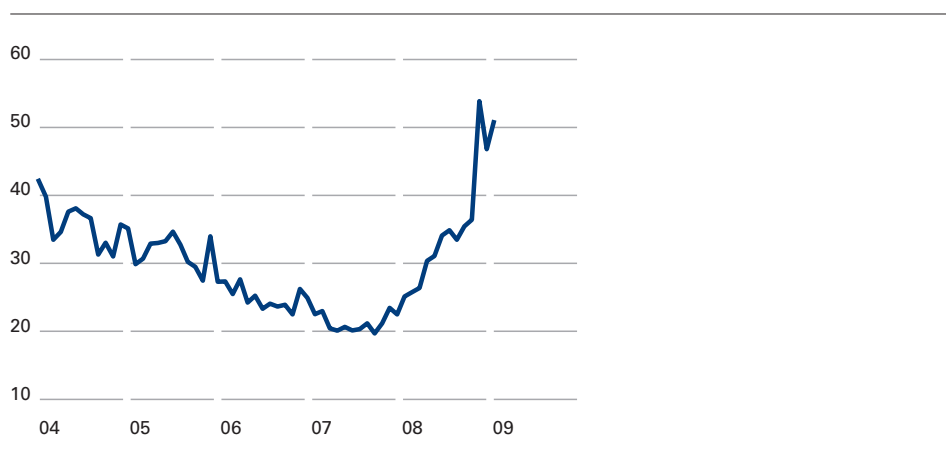
De meeste van deze veranderingen zijn tijdelijk en zorgen ervoor dat de financiële stabiliteit beter kan worden gewaarborgd. Doordat bij toezicht en crisisbeheersing minder jurisdicties betrokken zijn wordt de situatie overzichtelijker. De afwezigheid van een beursnotering zorgt bovendien voor enige rust, voor zover instellingen daardoor minder gevoelig worden voor het marktsentiment.

... maar veel aanpassingen zijn tijdelijke noodzaak

Dit neemt niet weg dat, ondanks deze ingrepen, het bankwezen nog steeds als kwetsbaar moet worden beoordeeld. Net als in andere landen zijn sommige Nederlandse banken in sterke mate gefinancierd met vreemd vermogen, waardoor bij tegenvallende ontwikkelingen de negatieve hefboomwerking bijzonder sterk is. Dit betekent concreet dat de ruimte voor kredietverstrekking wordt beperkt, wat de wisselwerking tussen financiële en reële sfeer, en daarmee de procycliciteit, vergroot. Een ander aandachtspunt is dat met de opsplitsing van ABN Amro en de integratie van deze bank met RBS, Fortis en Santander een groot deel van het Nederlandse bankwezen ‘in de steigers’ staat. Het opsplitsingsproces is voorlopig nog niet afgerond, terwijl ook de vanzelfstandiging van Fortis Nederland de nodige aanpassingen vergt aangezien deze instelling voor een aantal functies niet meer kan terugvallen op de Fortis-groep.

Grafiek 16 Liquiditeitssurplus Nederlandse banken

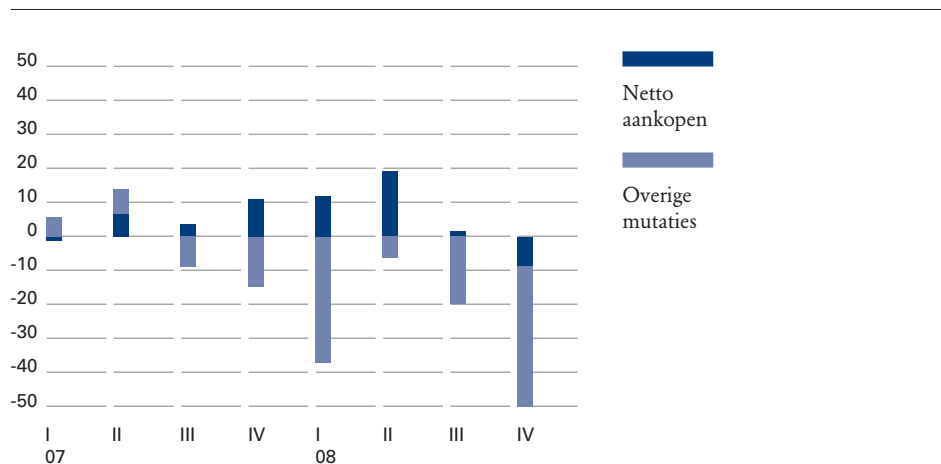
Percentage vereiste liquiditeit



Bron: DNB.

Grafiek 17 Aandelentransacties pensioenfondsen

Aandelen (al dan niet beursgenoteerd) plus participaties in beleggingsinstellingen, EUR miljard. Overige mutaties betreffen voornamelijk prijs- en wisselkoersaanpassingen.



Bron: DNB.

De geschetste veranderingen zijn op korte termijn noodzakelijk, maar kunnen over een langere periode bezien ook nadelen met zich brengen. Zo impliceert een grotere nationale concentratie verlies aan diversificatiemogelijkheden. Hierdoor wordt het bankwezen bijvoorbeeld gevoeliger voor ontwikkelingen in de Nederlandse hypotheek- en huizenmarkt. Daarnaast kan de prominente rol van de overheid bij een deel van de instellingen het gelijke speelveld verstoren. De ervaring in andere landen leert dat gepaste afstand van de overheid tot haar deelnemingen in financiële instellingen een voorwaarde is voor een efficiënte, commerciële en prudente bedrijfsvoering.¹³ De keuze om de overheidsbelangen in de Nederlandse financiële sector niet vanuit het verantwoordelijke ministerie van Financiën te besturen, maar door een onafhankelijke beheersmaatschappij, zou bovendien een sterk signaal zijn dat Nederland protectionistische maatregelen verwerpt.

Pensioenfondsen

Pensioenfondsen schorten indexatie op

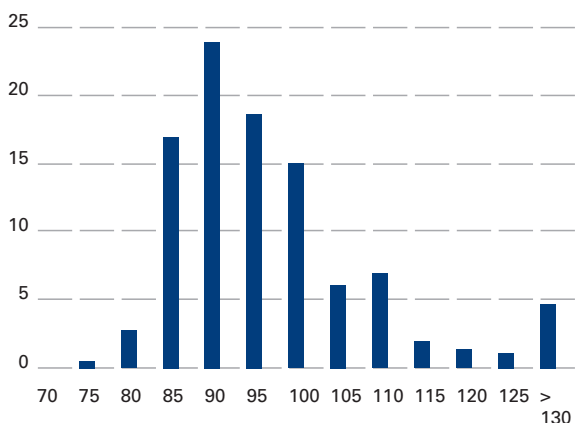
Voor het Nederlandse pensioenstelsel zijn 2008 en het eerste deel van 2009 dramatisch verlopen. Door het slechte beursklimaat in combinatie met de dalende rente is de dekkingsgraad fors gezakt. Grafiek 17 toont de verliezen op aandelenportefeuilles in het afgelopen jaar. Opvallend is dat de fondsen ondanks de waardedaling in het vierde kwartaal massaal aandelen hebben afgestoten.¹⁴ Daarmee konden zij hun doorgaans stabiliserende rol, waarbij per saldo aandelen worden bijgekocht indien deze in waarde dalen en verkocht bij koersstijgingen, niet meer goed vervullen.

Sinds begin 2009 verkeren de meeste fondsen in onderdekking (grafiek 18). Dit houdt in dat zij onvoldoende in staat moeten worden geacht om hun onvoorwaardelijke – i.e. doorgaans niet-geïndexeerde – verplichtingen na te komen. Wanneer bij een fonds onderdekking ontstaat, moet het een herstelplan indienen bij DNB. In verband met de uitzonderlijke omstandigheden is besloten hiervoor uitstel te verlenen tot 1 april van dit jaar en de maximale hersteltermijn tijdelijk op te rekken van drie naar vijf jaar. De meeste fondsen hebben hun herstelplannen begin april ingeleverd; DNB zal deze beoordelen en binnen enkele maanden hierover aan de instellingen terugkoppelen.¹⁵ Vast staat dat de meeste fondsen voorlopig niet in staat zullen zijn om volledig te indexeren.

Indien herstel van de dekkingsgraad uitblijft, kunnen ook de toekomstige pensioenuitkeringen aan actieve deelnemers worden aangetast. Dit gevaar dreigt indien

Grafiek 18 Onderdekking Nederlandse pensioenstelsel

Verdeling dekkingsgraad pensioenfondsen, procenten per categorie



Bron: DNB.

Box 3 Invloed van een 'Japan-scenario' op het pensioenstelsel

Voor pensioenfondsen en levensverzekeraars is een combinatie van grote beleggingsverliezen en een lage rente zo ongeveer het slechtst denkbare scenario. Dit heeft zich sinds begin jaren negentig in Japan voltrokken. Grafiek 19 laat zien dat de lange rente in Japan gedurende de jaren negentig aanhoudend daalde en sindsdien niet meer boven de twee procent is uitgekomen. De Nikkei-index is in enkele jaren gehalveerd en vervolgens blijven schommelen binnen een bandbreedte van 40 à 70 procent onder het niveau van 1990.

De gevoeligheid van pensioenfondsen voor beleggingsverliezen en lage rentestanden wordt geïllustreerd in grafiek 20. Op de assen wordt de dekkingsgraad (verticaal) afgezet tegen de beursindex (horizontaal), waarbij de ultimostand van 2008 op 100 is gezet. De lijnen in de grafiek corresponderen met verschillende niveaus van de 15-jaars swaprente, die wordt gehanteerd om de pensioenverplichtingen contant te maken.¹⁶ Punt A is de situatie eind 2008, bij een aandelenindex van 100 en een rente van 3,9 procent, waardoor de dekkingsgraad uitkomt op zo'n 95 procent. Indien – in lijn met het Japan-scenario – de rente verder zou afnemen tot onder de twee procent en de koersen zich niet herstellen, dan

Grafiek 19 Beursindex en lange rente in Japan

Beursindex (1990=100), respectievelijk procenten



Bron: Datastream.

zakt de dekkingsgraad beneden de 70 procent. De grafiek laat ook zien dat bij een rentestijging de dekkingsgraad snel herstelt: indien de rente bijvoorbeeld oploopt tot vijf procent, dan is dat gemiddeld genomen voldoende om uit de onderdekking te komen.

Een belangrijk verschil met de huidige situatie is dat het in Japan lang heeft geduurd voordat een begin werd gemaakt met het opschonen van de bankbalansen, terwijl lange tijd niet duidelijk was dat de solvabiliteit van met name levensverzekeraars scherp was gedaald. Aangezien thans wordt gewerkt met waardering op actuele waarde, valt een verslechtering van de dekkingsgraad direct op en wordt sneller ingegrepen. Daarbij kan worden gedacht aan verhoging van de pensioenpremies, het opschorten van indexering of – in het uiterste geval – het afstempelen van pensioenrechten van de deelnemers. Ook kunnen pensioenfondsen hun beleggingsbeleid aanpassen, waarbij een lastige afweging bestaat tussen meer zekerheid versus meer herstelcapaciteit. Pensioenfondsen moesten vóór 1 april van dit jaar bij DNB een herstelplan indienen, waaruit blijkt hoe zij binnen een horizon van vijf jaar uit onderdekking kunnen geraken.

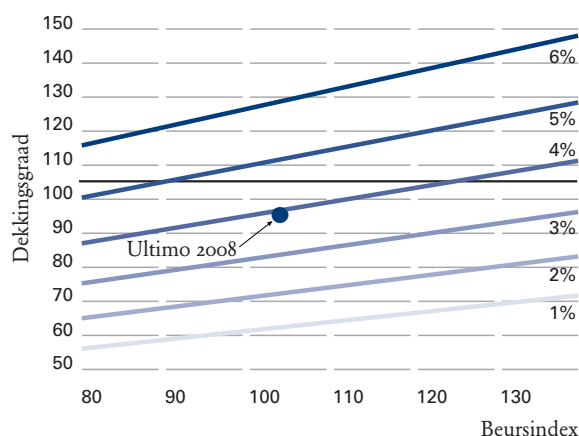
Op langere termijn kunnen pensioenfondsen ernaar streven hun gevoeligheid voor het marktsentiment te verminderen. Een aantal fondsen heeft hiertoe de afgelopen jaren reeds stappen gezet, bijvoorbeeld door de looptijd van beleggingen in vastrentende waarden op te schroeven waardoor de dekkingsgraad minder gevoelig wordt voor renteschommelingen.

de rente op een laag niveau blijft en beurskoersen zich niet duurzaam herstellen. Een dergelijk scenario heeft zich min of meer voltrokken in Japan vanaf begin jaren negentig (zie box 3).

Verzekeraars

Ook in de verzekeringssector staat de financiële positie onder druk als gevolg van de lage rente en verliezen op beleggingen. Levensverzekeraars beleggen doorgaans wat conservatiever dan pensioenfondsen, bijvoorbeeld minder in aandelen. Niettemin hebben zij ook op veiligere beleggingen zoals (bedrijfs)obligaties te maken met

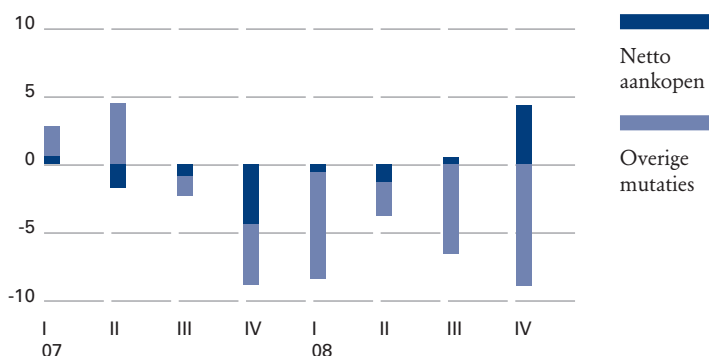
Grafiek 20 Invloed scenario's op de dekkingsgraad van pensioenfondsen



Bron: DNB.

Grafiek 21 Aandelentransacties verzekeraars

Aandelen (al dan niet beursgenoteerd) plus participaties in beleggingsinstellingen, EUR miljard.
Overige mutaties betreffen voornamelijk prijs- en wisselkoersaanpassingen.



Bron: DNB.

oplopende risicopremies die zich vertalen in koersverliezen. Daarnaast kunnen levensverzekeraars minder gemakkelijk dan pensioenfondsen verliezen opvangen door de premies op bestaande polissen te verhogen of uitkeringen te versoberen. Nederlandse levensverzekeraars hebben bovendien te maken met de negatieve publiciteit rond beleggingsverzekeringen, alsmede daaruit voortvloeiende schadeclaims. Een aantal grote spelers heeft aan hun cliënten schikkingen aangeboden. Ondertussen is de productie van levenproducten vorig jaar met ruim een kwart gedaald. Desondanks hebben zij – in tegenstelling tot pensioenfondsen – in het vierde kwartaal aandelen bijgekocht (grafiek 21).

Schadeverzekeraars zijn minder gevoelig voor het sentiment op de financiële markten. Zij kunnen in principe jaarlijks hun premies aanpassen terwijl ze minder afhankelijk zijn van beleggingsresultaten. Schadeverzekeraars hebben daarnaast de afgelopen jaren het risicoprofiel van hun kernbedrijf verminderd, waarbij meer aandacht wordt besteed aan preventie, verbetering van risicodifferentiatie en aanscherping van het acceptatiebeleid.¹⁷ Schadeverzekeraars hebben daarmee een robuuste uitgangspositie, hoewel het cyclische karakter van het schadebedrijf de resultaten naar verwachting wat zal drukken.

Schadeverzekeraars minder gevoelig voor marktsentiment

4 Institutionele ontwikkelingen en infrastructuur

Beleidsmakers hebben de afgelopen maanden belangrijke stappen gezet om de lessen uit de crisis te vertalen naar aanbevelingen ter versterking van het financiële stelsel. Deze aanbevelingen richten zich onder meer op verbetering van het toezicht en crisismanagement. Dit hoofdstuk bespreekt de voornaamste institutionele ontwikkelingen. Voorts wordt ingegaan op ontwikkelingen in de financiële infrastructuur.

Institutionele ontwikkelingen

*G20 maakt zich sterk voor
beleidsverbeteringen*

De G20 en het Financial Stability Forum (FSF) spelen een coördinerende rol bij de internationale beleidsreactie op de financiële crisis. De G20 heeft tijdens haar top op 2 april 2009 in Londen tal van voorstellen gedaan, waaronder:

1. versterking van het toezicht op financiële ondernemingen, onder meer door de oprichting van colleges van toezichthouders op grensoverschrijdende ondernemingen;
2. regulering van systeemrelevante hedge funds en kredietbeoordelaars;
3. verhoging van het kapitaal van het IMF met USD 500 miljard tot 750 miljard;
4. intensievere samenwerking tussen centrale banken en toezichthouders op individuele financiële ondernemingen;
5. bevorderen dat toezichtregelgeving de economische cyclus tempert in plaats van versterkt, onder andere door de opbouw van kapitaalbuffers in goede tijden.

Dit sluit goed aan bij het werk van het FSF, dat voorjaar 2008 op een breed terrein beleidsaanbevelingen heeft gedaan om de kredietcrisis te beteugelen. De G20-landen zijn inmiddels ook allemaal lid van het FSF, dat is omgedoopt tot Financial Stability Board (FSB) en een zwaardere coördinerende rol krijgt. Ondertussen wordt druk gewerkt aan de implementatie van de beleidsaanbevelingen. Deze hebben betrekking op een breed scala aan onderwerpen, waaronder toezicht en risicomanagement, financiële verslaglegging, kredietbeoordelaars, het reactievermogen van de autoriteiten en crisismanagement. Onlangs zijn voorstellen gedaan om regels op het gebied van toezicht en waardering zo aan te passen dat deze minder procyclisch werken. De Amerikaanse FASB heeft begin april zelfs besloten dat banken in belangrijke mate zelf mogen vaststellen hoe zij onderdelen van hun balans waarderen (zie hoofdstuk 1). Ook hebben standaardsetters voor financiële verslaglegging richtlijnen ontwikkeld die kunnen worden toegepast in situaties waarin markten niet goed werken. In dergelijke situaties zijn immers de mogelijkheden beperkt om op marktwaarde te waarderen.

*Steun voor aanbevelingen
De Larosière, maar
uitwerking aandachtspunt*

In opdracht van de Europese Commissie heeft een werkgroep onder leiding van De Larosière onlangs adviezen uitgebracht over de institutionele vormgeving van het financiële toezicht in de EU. De twee hoofdgedachten van deze werkgroep zijn: (1) een meer bindende samenwerking tussen de toezichthouders op financiële instellingen en de autoriteiten die verantwoordelijk zijn voor het macro-prudentiële beleid, en (2) het zetten van de eerste stappen naar een concentratie van het toezicht op Europees niveau. Hiertoe stelt de De Larosière groep voor om twee nieuwe comités op te richten. Een 'European Systemic Risk Council' (ESRC) wordt verantwoordelijk voor het macro-prudentiële toezicht binnen de EU. Hoofdtaken

van de ESRC zijn het formuleren van risico-waarschuwingen ('early risks warnings') op basis van gedegen macro-prudentiële analyse en het doen van aanbevelingen die – indien bekrachtigd door het Economic and Financial Committee – door betrokkenen verplicht zouden moeten worden opgevolgd. Een 'European System of Financial Supervision' (ESFS) dient vóór 2011 te worden opgericht en te bestaan uit drie afzonderlijke Europese autoriteiten voor banken, verzekeraars en effecten. Deze autoriteiten krijgen bindende bevoegdheden op een groot aantal terreinen, waaronder technische toezichtbesluiten en vergunningverlening. Tegelijkertijd blijven de nationale toezichthouders het dagelijkse toezicht op financiële instellingen uitoefenen. Eind mei van dit jaar komt de Europese Commissie met een reactie op de voorstellen van De Larosière groep.

DNB steunt de hoofdgedachten van de De Larosière-aanbevelingen. Wel is een aantal kanttekeningen te plaatsen bij de voorstellen. Zo is DNB er geen voorstander van dat aanbevelingen door de ESRC een verplicht karakter kunnen krijgen. Immers, veel relevante pijlers van macro-prudentieel toezicht, zoals regulering, financieel toezicht, monetair beleid en budgettair beleid, vallen buiten de verantwoordelijkheid van de ESRC. Ook ontbreken in Europa de voorwaarden, zoals ex ante afspraken over de verdeling van de lasten van crisismaatregelen, om toezichtbevoegdheden van nationaal naar Europees niveau over te hevelen. Zonder verdere vooruitgang op dit gebied zal de invloed van Europa op toezichtterrein maar beperkt kunnen toenemen. Daarnaast bestaan nog onduidelijkheden over de rol en het functioneren van de ESRC en ESFS. Vooral de *accountability*, de samenstelling en de stemrechten van deze comités dienen verhelderd te worden. Daarnaast kan overwogen worden om het Europese toezicht op banken, verzekeraars en effectenbedrijven niet sectoraal in te richten, maar te kiezen voor een geïntegreerd toezichtmodel. De huidige crisis heeft immers juist aangetoond hoezeer de verschillende financiële sectoren met elkaar verweven zijn.

In juni brengt de Europese Commissie een 'White Paper' met voorstellen uit om het crisisinstrumentarium van autoriteiten te versterken. Leidende gedachten zijn: méér instrumenten voor tijdig en effectief ingrijpen bij financiële instellingen in problemen en internationale harmonisatie om de grensoverschrijdende inzet hiervan te bevorderen. De huidige crisis laat immers zien dat de wettelijke bevoegdheden en instrumenten van de autoriteiten nationaal bepaald zijn en soms flink verschillen tussen landen. Dit bemoeilijkt de coördinatie van nationale reacties op een grensoverschrijdende crisis. Daarnaast zinspeelt de Commissie op aanpassing van de EU-wetgeving of zelfs een apart interventieregime inclusief derogatie van de aandeelhoudersrechten in geval van een bankencrisis. De wettelijke bescherming van aandeelhoudersrechten stelt immers grenzen aan de bevoegdheden van autoriteiten om crisismaatregelen te treffen. Deze bescherming bemoeilijkt een vergaand ingrijpen, zoals de uitgifte van nieuwe aandelen buiten de Algemene Vergadering van Aandeelhouders om.

In Nederland heroverwegen de autoriteiten het depositogarantiestelsel (dgs), mede naar aanleiding van kritiek van banken en recente ervaringen met de werking van het dgs inzake Icesave. DNB, het Ministerie van Financiën en de Nederlandse Vereniging van Banken buigen zich over verschillende voorstellen om het dgs te verbeteren, aan te passen aan structurele veranderingen in het (inter)nationale bankwezen en meer toekomstbestendig te maken. Bij de vormgeving van vangnetten zoals het dgs speelt altijd de afweging tussen het bieden van meer zekerheid aan de depositohouder, wat helpt om *bank runs* te voorkomen, en de verminderende disciplinerende druk op banken die juist de stabiliteit kan ondermijnen.

Financiële infrastructuur

*Financiële infrastructuur
blijkt robuust in deze crisis*

Wereldwijd zijn de systeemrelevante betaal- en afwikkelssystemen soepel blijven functioneren, ondanks de financiële crisis. De systemen hebben de piekometten in september en oktober van vorig jaar, die het gevolg waren van grote onzekerheid bij marktpartijen over de liquiditeit en solvabiliteit van tegenpartijen, goed kunnen verwerken. Daarnaast heeft het faillissement van Lehman Brothers niet tot grote problemen geleid bij de clearinghuizen die zich garant stellen voor de afwikkeling van de transacties van Lehman. Het afwikkelproces van *credit defaults swaps* dat volgde op 'credit events' bij een aantal grote financiële instellingen is eveneens ordelijk verlopen. Belangrijke operationele verstoringen of liquiditeitsproblemen hebben zich daarbij niet voorgedaan. Voorts hebben banken steeds voldoende onderpand aangehouden bij centrale banken om fluctuaties in het betalingsverkeer op te kunnen vangen. Wel zijn de illiquiditeit en het risicoprofiel van dit onderpand toegenomen.

Sommige internationale banken die hard worden geraakt door de crisis, behoren tevens tot de grootste correspondentbanken ter wereld. Daarmee zijn deze instellingen een belangrijke schakel in de mondiale betaal- en effectenafwikkelinfrastructuur en een belangrijk aandachtspunt voor toezichthouders. DNB heeft als toezichthouder continu contact met de voor Nederland relevante partijen voor betaal- en afwikkelssystemen en met buitenlandse toezichthouders. Zo houdt zij zicht op de gezondheid van de financiële infrastructuur en kan bij mogelijke verstoringen vroegtijdig worden ingegrepen.

In de afgelopen maanden is internationaal consensus bereikt dat de infrastructuur van de kredietderivatenmarkt dient te worden versterkt. Toezichthouders en de sector zijn het eens dat risico's beter beheersbaar zijn door de afwikkeling van kredietderivatentransacties zoveel mogelijk onder te brengen bij een centrale tegenpartij. Dit heeft als voordelen dat de onderlinge tegenpartijrisico's in het financiële stelsel worden verminderd en dat de posities van dealers op de kredietderivatenmarkt transparanter worden. Voorwaarden zijn wel dat het risicomanagement van centrale tegenpartijen aan minimumstandaarden voldoet en dat hierop adequaat toezicht wordt gehouden.

*De dreiging van cybercrime
heeft volop aandacht*

Door de snelle opkomst van computers, internet en elektronisch betalen vormt computercriminaliteit in potentie een ernstige bedreiging voor de betrouwbaarheid en continuïteit van de dienstverlening van banken. Concrete voorbeelden zijn onder andere fraude met internetbankieren en pinpasfraude (skimming). Zowel nationaal als internationaal groeit het aantal gevallen van computercriminaliteit. In Nederland is het aantal gevallen van deze vormen van computercriminaliteit, evenals de financiële schade, beperkt. Niettemin zijn de mogelijke risico's groot. Het grootste risico is dat computercriminaliteit het vertrouwen aantast in het betalingsverkeer, en dat dit een weerslag krijgt in de gehele bancaire sector. Daarnaast veroorzaakt het reputatieschade voor het bankwezen en leidt het tot privacyschendingen. In reactie hierop hebben Nederlandse banken proactief andere partijen benaderd, zoals internetserviceproviders en software-beveiligingsbedrijven, om preventieve maatregelen te nemen tegen computercriminaliteit. Daarnaast besteedt DNB in samenwerking met andere instanties het komende jaar gerichte aandacht aan computercriminaliteit. DNB zoekt daarbij nadrukkelijk de dialoog met de financiële sector.

5 Conclusie

Het mondiale financiële stelsel blijft onder grote druk staan. Een belangrijk probleem is dat de crisis in de financiële sector en de wereldwijde economische teruggang elkaar versterken. Hierdoor raakt een toenemend aantal bedrijven en huishoudens in financiële problemen. De komende maanden zal blijken in welke mate de verliezen op kredietportefeuilles de problemen in de financiële sector verder vergroten en in hoeverre dit de conjuncturele neergang versterkt. Tegen deze achtergrond blijven marktprijzen bijzonder volatiel en blijft de liquiditeit in tal van kernmarkten gebrekkig. Bovendien vormt het fragiele marktsentiment een voedingsbodem voor nieuwe schokken in het financiële stelsel of in de reële economie die kunnen uitgroeien tot een systeemcrisis. Denk daarbij aan nieuwe problemen bij een bank of een faillissement van een groot bedrijf of land.

Hoewel de vooruitzichten dus nog steeds onzeker zijn, leggen de steunmaatregelen van de autoriteiten wel een fundament voor herstel. Veel maatregelen zijn gericht op het opschonen en versterken van de bankbalansen. Omdat de bankensector een spilfunctie vervult binnen de economie, vormt versterking van zijn gezondheid een randvoorwaarde voor het doorbreken van de neerwaartse spiraal tussen de financiële crisis en de wereldwijde recessie. De uitdaging daarbij is om de maatregelen zodanig vorm te geven en internationaal af te stemmen, dat zij effectief zijn en tegelijkertijd geen negatieve uitstralingseffecten hebben op andere financiële ondernemingen en/of landen. Tevens is het van belang dat autoriteiten gezonde prikkels inbouwen die op termijn een soepele *exit* van de steunmaatregelen bevorderen.

Naast crisisbestrijding nemen beleidsmakers initiatieven om het mondiale financiële stelsel ook in de toekomst schokbestendiger te maken. Zo zijn beleidsaanbevelingen gepresenteerd om het toezicht op grensoverschrijdende financiële instellingen te verbeteren. Ook zijn in Europese context voorstellen gedaan om tot een effectiever samenwerkingsverband te komen tussen toezichthouders en centrale banken. De uitdaging daarbij is om met kwalitatief hoogwaardige beleidsvoorstellen te komen die binnen een redelijk tijdbestek kunnen worden geïmplementeerd.

Noten

- 1 Een stijging van credit default swap premies van banken houdt in dat beleggers in schuldtitels van banken meer moeten betalen om het risico op wanbetaling door banken af te dekken.
- 2 De verdeling van aandelenkoersveranderingen is apart berekend voor banken en verzekeraars vanaf januari 2006 tot maart 2009.
- 3 Zie 'Global Financial Stability Report', IMF, april 2009.
- 4 Zie het analistenrapport 'Will bank losses be worse than the Great Depression?', Deutsche Bank, maart 2009.
- 5 Zie het artikel, 'Griep пандemie: potentiële bedreiging voor economie en financieel systeem', DNB Kwartaalbericht, maart 2006.
- 6 De coördinatie van deze inventarisatie is in handen van het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties en het ministerie van Volksgezondheid, Welzijn en Sport. Zie ook www.minbzk.nl/griep пандemie.
- 7 Zie het document 'The euro area bank lending survey – April 2009' op www.ecb.int.
- 8 Zie het artikel 'Kredietverlening aan Nederlandse bedrijven loopt terug', DNB Kwartaalbericht, maart 2009.
- 9 Het maandelijks volume aan nieuwe kredieten is het afgelopen halfjaar zelfs toegenomen. De kredietgroei – de procentuele verandering in het uitstaande volume, waarin ook aflossingen zijn opgenomen – is daarentegen slechts licht toegenomen. Zie het statistisch nieuwsbericht 'Nieuwe kredietverstrekking aan bedrijven blijft op peil', dd. 29 april 2009 op www.dnb.nl.
- 10 Zie het artikel 'Financiële positie van bedrijven onder druk: oorzaken en gevolgen', DNB Kwartaalbericht, juni 2003.
- 11 Zie het persbericht 'Dieptepunt op de woningmarkt lijkt bereikt', Nederlandse Vereniging van Makelaars, 9 april 2009 op www.nvm.nl. De prijsontwikkeling zoals gerapporteerd door makelaars loopt doorgaans enkele maanden voor op die van het Kadaster, aangezien de registratie al direct na de koop plaatsvindt.
- 12 Zie het artikel 'Nederlandse banken minder actief in het buitenland', DNB Statistisch Bulletin, maart 2009.
- 13 Zie het artikel, 'Staatsdeelname als uiterste remedie in een bankencrisis: lessen uit de praktijk', DNB Kwartaalbericht, december 2008.
- 14 Deze verkopen hangen gedeeltelijk samen met de gestegen dollar: pensioenfondsen hebben hun dollarrisico grotendeels afgedekt, wat ingeval van een stijgende koers leidt tot verliezen in de sfeer van valutaderivaten. Voor zover daarbij contracten moesten worden afgewikkeld leidde dit tot aanzienlijke betalingen. Om in deze liquiditeitsbehoefte te voorzien gingen pensioenfondsen over tot het verkopen van aandelen en schuld papier. Zie ook het statistisch nieuwsbericht 'Pensioenfondsen verkochten voor EUR 26 miljard effecten' dd. 12 maart 2009 op www.dnb.nl.
- 15 Zie het persbericht 'Meeste herstelplannen binnen; beoordelingsproces van start' dd. 7 april op www.dnb.nl.
- 16 Uitgegaan wordt van een sterk gestileerd pensioenfonds, waarvan de helft van de beleggingen bestaat uit aandelen en de andere helft uit obligaties. De verplichtingen hebben een duration van 15 jaar; bij de vastrentende beleggingen is dit 6 jaar.
- 17 Zie het artikel 'Winstgevend schadebedrijf in 2007', Statistisch Bulletin, december 2008.