

# Financiële stabiliteit

*Een belangrijk zorgpunt voor de financiële stabiliteit is het oplopende budgettaire en lopende rekeningtekort in de Verenigde Staten en de daar mee samenhangende accumulatie van vreemde valuta-reserves bij Aziatische centrale banken. In het themagedeelte van dit hoofdstuk wordt deze problematiek uitgewerkt en worden de risico's van mogelijke schoksgewijze aanpassingen van deze onevenwichtigheden voor de financiële stabiliteit ingeschat. Op macro-economisch gebied geven positieve economische signalen uit met name de Verenigde Staten een indicatie dat het wereldwijde groeiherstel zal doorzetten. Ook de Nederlandse economie laat naar verwachting volgend jaar een licht herstel zien. Op de financiële markten was er met name sprake van volatiliteit op de valutamarkten. De obligatiemarkten zijn na een heftige periode weer enigszins tot rust gekomen. Ondanks het huidige nog fragiele economische klimaat boekte het Nederlandse bankwezen goede resultaten in het derde kwartaal en ook de vooruitzichten zijn gunstig. De financiële positie van verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen is door het beursherstel verbeterd en op termijn zullen de hogere rentes aan een verder herstel bijdragen.*

## Recente ontwikkelingen

*Neerwaartse risico's vanuit de internationale macro-economische omgeving*

Het ziet ernaar uit dat het wereldwijde groeiherstel in 2004 zal doorzetten, gedreven door een hoger dan trendmatige groei in de vs. De krachtige groei in de vs komt tot uitdrukking in aantrekkende bedrijfswinsten (+20% in het derde kwartaal ten opzichte van het derde kwartaal van 2002) en in een verbetering van kredietkwaliteit. Zo is het percentage achterstallige bedrijfsleningen bij Amerikaanse banken in het derde kwartaal voor het vijfde achtereenvolgende kwartaal gedaald. Opvallend zijn de verbeterde groeivoorzichten voor Japan sinds de zomer. De opkrabbende economie en hogere beurskoersen schragen de kapitaalbasis van banken, waarmee ruimte ontstaat om de nog steeds grote voorraad oninbare leningen af te wikkelen.

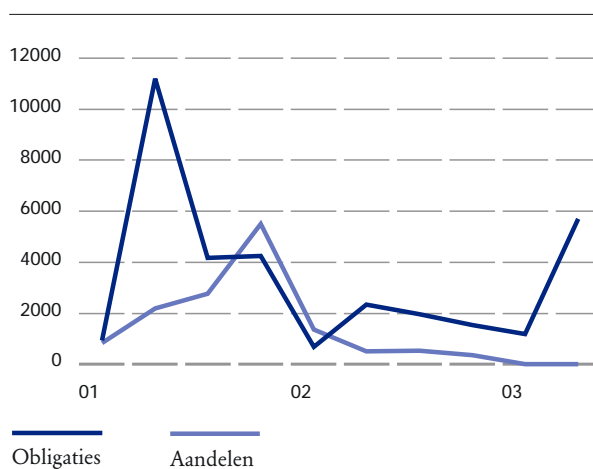
In het eurogebied wordt in 2004 een gematigd groeiherstel voorzien. Dit perspectief wordt ondersteund door een verbetering van vooruitlopende conjunctuur-indicatoren. Ook in Nederland wordt volgend jaar herstel verwacht; de positieve bbp-groei in het derde kwartaal ten opzichte van het tweede kwartaal wijst erop dat het dieptepunt in de conjunctuurcyclus achter ons ligt. Totdat het herstel overtuigend doorzet gaat het lage groeitempo gepaard met neerwaartse risico's voor

de financiële stabiliteit. Bedrijven die sterk afhankelijk zijn van de Nederlandse economie, zoals het midden- en kleinbedrijf, hebben het meeste last van de geringe economische dynamiek. Dit blijkt onder andere uit de stijging van het aantal bedrijfsfaillissementen met 30% in de eerste drie kwartalen van dit jaar, waarmee het hoge faillissementsniveau van de recessie van begin jaren tachtig wordt benaderd (zie ook het artikel 'Het Nederlands kleinbedrijf ten opzichte van het Nederlands grootbedrijf: conjunctureel in (nog) zwaarder weer?' elders in dit Kwartaalbericht). Daarentegen profiteren veel internationaal opererende bedrijven inmiddels al van de aantrekkende wereldeconomie. Deze bedrijven profiteren ook van de verbeterde financieringsmogelijkheden op de kapitaalmarkt dankzij de aanhoudend lage rente. Sinds het eerste kwartaal is het emissievolume van obligaties door bedrijven gestegen, de uitgifte van aandelenkapitaal blijft echter op een laag pitje (grafiek 1). Hierdoor hebben veel bedrijven nog een relatief hoog percentage vreemd vermogen met navenante risico's voor de kredietwaardigheid bij een tegenvallende winstontwikkeling. Sommige (ook grote) Nederlandse bedrijven bevinden zich hierdoor in een kwetsbare positie hetgeen risico's impliceert voor banken met leningen aan deze bedrijven.

De lage rente is ook gunstig voor de financiële positie van huishoudens en draagt bij aan een zachte landing van de huizenmarkt. De gemiddelde huizenprijs steeg 1,9% op jaarbasis in het derde kwartaal, bijna gelijk aan het inflatietempo. Behalve de lage hypotheekrente ondersteunt ook de trendmatige daling van

## Grafiek 1 Emissie van effecten door Nederlandse bedrijven

Bruto bedragen in miljoenen euro's



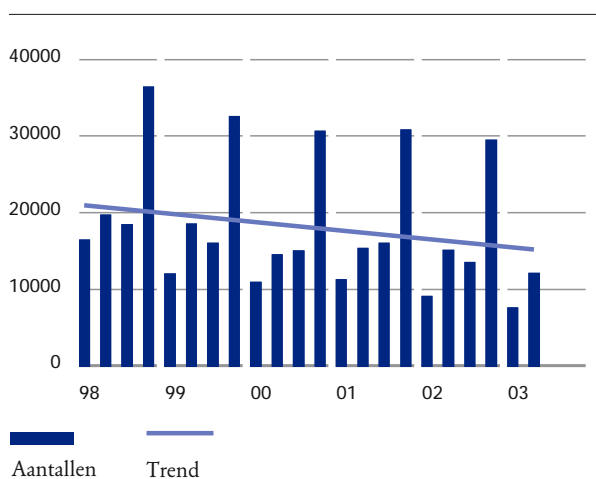
Bron: dnb.

nieuw woningaanbod het woningprijsniveau (grafiek 2). Niettemin is een verdere afkoeling van de huizenmarkt niet uit te sluiten, omdat de vraag onder druk staat van de oplopende werkloosheid en het geringe consumentenvertrouwen. De periode dat woningen gemiddeld te koop staan is opnieuw gestegen, van 65 dagen in het tweede kwartaal naar 73 dagen in het derde kwartaal. Onder deze omstandigheden is het aantal gedwongen verkopen van woningen toegenomen tot bijna 750 in de eerste tien maanden van 2003, ten opzichte van bijna 540 in dezelfde periode een jaar eerder. Ondanks deze sterke stijging blijven de aantallen in verhouding tot het totaal van afgesloten koopakten zeer gering (0,25%) en het negatieve effect op de gemiddelde woningprijs is dan ook verwaarloosbaar.

Dankzij het beursherstel is de financiële positie van verzekeringsmaatschappijen verbeterd. Sinds het eerste kwartaal zijn de winsten van verzekeraars weer opgeveerd onder invloed van het herstel van de aandelenkoersen. Bij een aantal verzekeringsmaatschappijen werkt het beursherstel niet volledig in hun financiële positie door, omdat zij sinds vorig jaar een deel van hun aandelenrisico's hebben afgedekt of afgebouwd. Onder invloed van het beursherstel is ook de gemiddelde dekkinggraad van pensioenfondsen enigszins verbeterd, van naar schatting 105% eind maart tot circa 108% halverwege dit jaar. Ongeveer 1/5 van de pensioenfondsen heeft nog een te laag dekkingpercentage en werkt aan herstelplannen om aan deze situatie op korte termijn een einde te maken. Verschillende instrumenten worden ingezet om de financiële positie te verbeteren: premies worden verhoogd (van naar schatting 10,5% van

### Grafiek 2 Gereedgekomen woningen

Aantal per kwartaal



Bron: cbs.

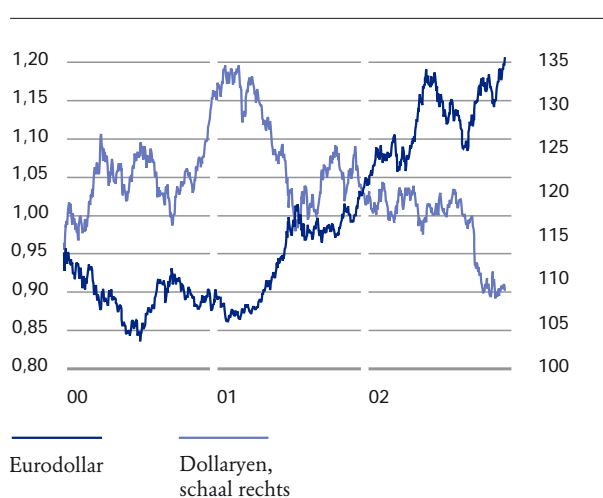
de loonsom in 2002 naar 14% in 2004) en indexatie van uitkeringen wordt beperkt. Bovendien worden pensioenregelingen structureel hervormd door de overstap van eind- naar middenloos en door een nauwere koppeling van premies, indexatie en de vermogenspositie van fondsen. Pensioendeskundigen van het cpb, dnb en de pvk onderzoeken momenteel de relatie tussen het pensioenbeleid en de macro-economie (begin november is hierover een tussenrapportage uitgebracht).

### Recente ontwikkelingen op de financiële markten

Na een aantal maanden van betrekkelijke rust op de valutamarkten kwam de dollar opnieuw onder druk te staan. Half oktober bereikte de euro ten opzichte van de dollar bijna het hoogste punt sinds haar introductie; tevens bereikte de dollar ten opzichte van de Japanse yen een 3-jarig laagtepunt (grafiek 3a). Voornaamste aanleiding voor deze beweging was een verklaring van de g7 waarin werd opgeroepen tot grotere flexibiliteit in wisselkoersen, zodat aanpassingen geleidelijker en gebaseerd op marktmechanismen konden plaatsvinden. Sommige marktpartijen interpreteerden deze verklaring als een oproep aan Japan en China om hun valuta's ten opzichte van de dollar te laten appreciëren, anderen zagen de verklaring meer als een oproep voor een zwakkere dollar in het algemeen. De Japanse autoriteiten proberen al jaren een te hoge volatiliteit in de dollar/yen-markt te dempen door het uitvoeren van interventies en te voorkomen dat de yen te snel apprecieert. Het mogelijk afbouwen van deze activiteiten zou waarschijnlijk een appreciatie van

### Grafiek 3a Ontwikkeling dollar ten opzichte van euro en Yen

Slotkoersen



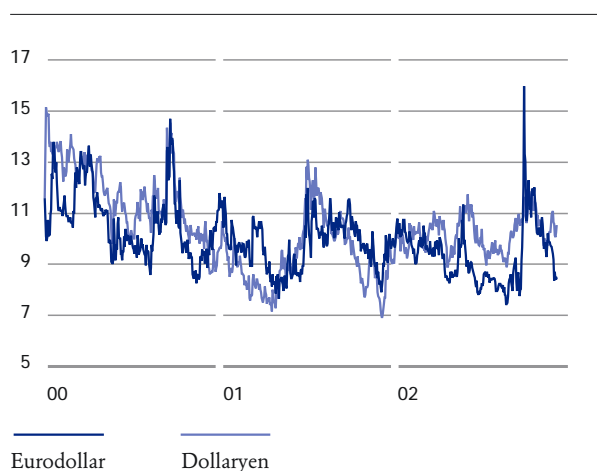
Bron: Bloomberg.

de yen tot gevolg hebben. Als gevolg van de g7-verklaring doorbrak de yen het 116 yen/dollar-niveau, een niveau waarop de appreciatie in de afgelopen anderhalf jaar tot staan kwam, en apprecieerde tot onder de 109 yen/dollar. Als gevolg van het verdwijnen van de 'zekerheid' dat de yen ten opzichte van de dollar zich rond een bepaald niveau beweegt, steeg de (in optieprijsen besloten) verwachte volatiliteit in de dollar/yen-markt naar een niveau dat vergelijkbaar was met de onrust op de valutamarkten door de aanslagen op de Verenigde Staten op 11 september 2001. De volatiliteit is sindsdien langzaam weer teruggezakt naar het niveau van begin augustus (zie grafiek 3b). Doordat een aantal marktpartijen de g7-verklaring interpreteerde als een wens voor een zwakkere dollar apprecieerde ook de euro na de g7-verklaring. Ook in deze markt nam de onzekerheid toe: de verwachte volatiliteit liep ongeveer 25% op.

Op de obligatiemarkt verschoof de focus van het hedging gedrag van enkele grote partijen op de Amerikaanse hypotheekmarkt (zie hoofdstuk Financiële stabiliteit in het Kwartaalbericht juni 2003) naar de economische ontwikkeling in de Verenigde Staten. Sterke economische cijfers op het gebied van de arbeidsmarkt en het hoge bbp-groecijfer over het derde kwartaal (7,2% kwartaal-op-kwartaal geannualiseerd) zorgden voor een stijging van de rentes. De Europese rentes werden sterk beïnvloed door de ontwikkelingen op de Amerikaanse obligatiemarkt en lieten een zelfde patroon zien. Deze opwaartse beweging werd ondersteund door eveneens beter dan verwachte economische cijfers over de Europese economie.

### Grafiek 3b Ontwikkeling 1-maands Implied Volatility

Procenten van de nominale wisselkoers



Bron: Bloomberg.

De positieve macro-economische cijfers en over het algemeen goede bedrijfsresultaten over het derde kwartaal zorgden dat de meeste aandelenbeurzen hun opwaartse lijn konden voortzetten. Ten opzichte van het dal in maart 2003 is de Amerikaanse S&P500 al ruim 30% gestegen en de Nederlandse aex-index al meer dan 50%. Vooral technologiefondsen lieten de afgelopen drie maanden een sterke stijging zien. Alleen de voorzichtige prognoses van bedrijven over het vierde kwartaal temperden het optimisme enigszins, waardoor eind september de opgaande lijn tijdelijk werd onderbroken. Deze tijdelijke daling werd ook veroorzaakt doordat een aantal fondsen last had van de eerder beschreven onrust op de valutamarkten. De daling van de dollar had met name een negatieve invloed op fondsen die export georiënteerd zijn of belangen hebben in de Verenigde Staten. De aex-index daalde in die periode met ongeveer 10%.

### Winstgevendheid Nederlandse banken

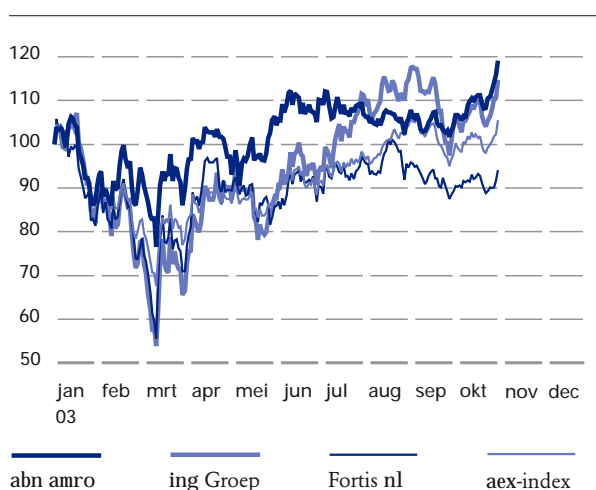
In het derde kwartaal van 2003 zette de winstverbetering van het Nederlandse bankwezen aangevangen in het eerste halfjaar zich versterkt voort. Deze winstgroei is des te meer een prestatie, daar de conjuncturele omstandigheden in Nederland ongunstig zijn. Naast de winstgevendheid, verbeterde ook de solvabiliteit van de banken. Het Nederlandse bankwezen is daarmee in een goede financiële conditie, met ruim voldoende financiële buffers om eventuele verdere tegenslagen te weerstaan.

Vooruitkijkend is met name de toename van de inkomsten van banken hoopvol. De mogelijkheden om winsten te verhogen door reductie van voorzieningen en bedrijfslasten bereiken op den duur hun grens, waardoor de duurzaamheid van winstverbeteringen uiteindelijk afhangt van de capaciteiten van banken om hun inkomsten te verhogen. In dat kader hebben enkele banken in het derde kwartaal opnieuw geïnvesteerd in personeel ter versterking van hun zakelijke en financiële marktdivisies. Hieruit valt op te maken dat sommige banken – in vergelijking met een halfjaar geleden – positiever zijn gestemd over de vooruitzichten voor de inkomsten uit zakelijke en financiële marktactiviteiten. Een andere positieve ontwikkeling is de versterking van de basis voor een conjunctureel herstel in het eurogebied in 2004, hetgeen een verdere positieve impuls voor de rente- en provisie-inkomsten van banken kan betekenen.

Ook de markten schatten de vooruitzichten voor de winstontwikkeling van Nederlandse banken positiever in. Zo namen tussen maart en eind oktober 2003 de aandelenkoersen van de drie beursgenoteerde Nederlandse banken gemiddeld genomen sterker toe dan de aex-

**Figuur 4a** Ontwikkeling aandelenkoersen van enkele Nederlandse banken

Index 1 januari 2003 = 100

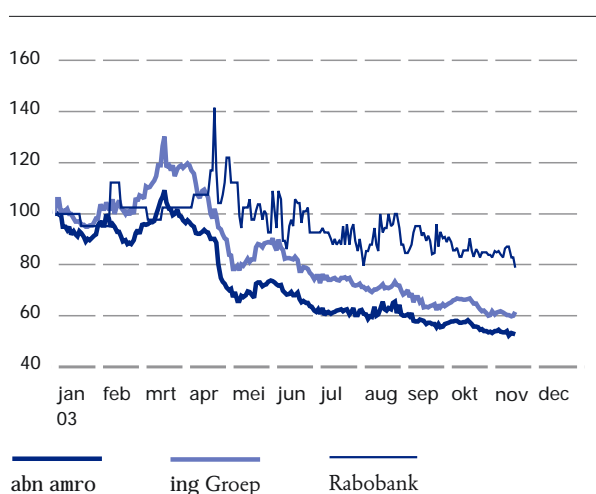


Bron: Datastream.

index. Tegelijkertijd daalden de premies op de *credit default swaps* – een contract tussen twee partijen waarbij de koper van een swap zich bij de verkoper van een swap verzekert tegen het risico van een faillissement van een derde partij (in dit geval van een bank) – van de Nederlandse grootbanken (zie grafiek 4a en 4b). Deze verbeterde perceptie door de markten kan natuurlijk niet los worden gezien van het krachtige winstherstel van de Nederlandse banken.

**Figuur 4b** Ontwikkeling credit default swaps van enkele Nederlandse banken

Index 1 januari 2003 = 100



Bron: Bloomberg.

Een risico voor het bankwezen zou een correctie op de huizen- en hypotheekmarkt kunnen zijn (zie ook Kwartaalbericht juni 2003). Echter een recente publicatie van het ecb Banking Supervision Committee (bsc), opgesteld door een werkgroep onder leiding van dnb onderdirecteur Brockmeijer, constateert dat de risico's van een substantiële huizenprijsdaling voor de kwaliteit van de kredietportefeuille van Europese banken als geheel relatief beperkt zijn. Reden is dat mede als gevolg van de sterk gestegen woningprijzen in een aantal Europese landen, waaronder Nederland, de onderpandwaarde van de totale woningvoorraad gemiddeld met een ruime marge het uitstaande hypotheekbedrag overschrijdt. Daarentegen lijken de risico's voor de inkomsten behaald uit woninghypotheekactiviteiten groter, doordat deze inkomsten een steeds groter deel van de winsten van banken zijn gaan uitmaken, aldus het rapport.

## Wereldwijde onevenwichtigheden

### Onevenwichtigheden

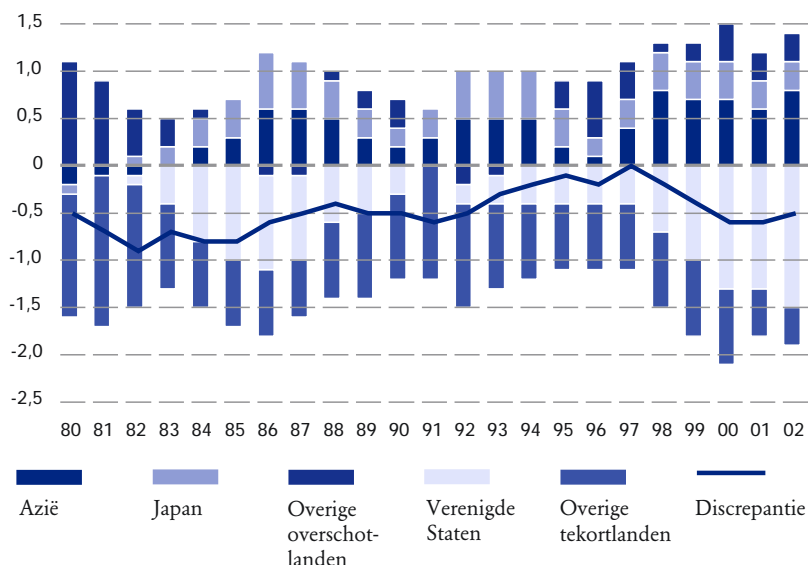
Sinds de tweede helft van de jaren negentig zijn handels- en financiële stromen steeds onevenwichtiger over de wereld verdeeld. Grafiek 5 laat zien dat de externe saldi van overschot- en tekortlanden gestaag zijn toegenomen en inmiddels de hoge niveaus van medio jaren tachtig overstijgen. Met name het hoge tekort op de Amerikaanse lopende rekeningen, naar schatting 5,1% bbp in 2003, springt in het oog. Tegenover het grote lopende rekeningentekort in de Verenigde Staten staan grote overschotten van Aziatische landen. Bij vrij bewegende wisselkoersen zou dit leiden tot een appreciatie van de Aziatische valuta vis-à-vis de Amerikaanse dollar. Echter veel Aziatische valuta zijn gekoppeld aan de dollar of door middel van interventies wordt een appreciatie verhinderd of afgeremd. Hierdoor vindt er een continue kapitaalstroom plaats vanuit de Aziatische landen naar de Verenigde Staten. In vergelijking met de grote overschotten in Azië en tekorten in de Verenigde Staten is de betalingsbalans van het eurogebied vrijwel in evenwicht.

### Binnenlandse oorzaken in de Verenigde Staten

Achter externe tekorten gaan per definitie onevenwichtigheden tussen binnenlandse besparingen en bestedingen schuil. Het toenemende lopende rekeningentekort in de vs werd in de tweede helft van de jaren negentig voornamelijk veroorzaakt door overbesteding door Amerikaanse huishoudens en bedrijven, hetgeen werd

## Grafiek 5 Wereldwijde onevenwichtigheden

Lopende rekeningsaldi in procenten wereld-bbp



Bron: imf.

gestimuleerd door de beurshausse. Door de economische teruggang en balanserstructurering zijn de tekorten van bedrijven praktisch verdwenen, maar oplopende overheidstekorten hebben de onevenwichtigheden per saldo vergroot. Het overheidsoverschot van 1,2% bbp in 2000 is in recordtempo omgeslagen naar een tekort van naar verwachting 6% bbp dit jaar, hetgeen met name is veroorzaakt door belastingverlagingen en gestegen (defensie-) uitgaven.

Ook de relatief lage besparingen van huishoudens zijn debet aan de binnenlandse onevenwichtigheden. Onder invloed van de waardedaling van vermogen en het onzekere financiële klimaat zijn de gezinsbesparingen de laatste jaren weliswaar toegenomen, maar de spaarquote is met 3,5% van het beschikbare inkomen in 2002 half zo groot als in de vorige recessie van begin jaren negentig. Het gevolg van de ontwikkelingen in de financiën van de overheid en de huishoudsector is dat schulden zijn toegenomen (overheidsschuld tot bijna 60% bbp en huishoudschuld tot circa 80% bbp in 2002) en het lopende rekeningtekort, in tegenstelling tot begin jaren negentig, niet is teruggebracht. Op basis van groeivoorzichten, die voor de vs in 2003-2004 beter zijn dan voor het eurogebied en Japan, is het waarschijnlijk dat het tekort ook volgend jaar dichtbij 5% bbp zal uitkomen.

### Houdbaarheid

De houdbaarheid van het Amerikaanse lopende rekeningtekort wordt mede bepaald door de externe financieringsmogelijkheden. Eind jaren negentig werd het tekort voor een groot deel gefinancierd met directe investeringen en aandelenbeleggingen, die werden aangetrokken op basis van hoge verwachtingen over bedrijfswinsten. Sinds 2001 heeft een omslag in de financieringssamenstelling plaatsgevonden richting schuldfinanciering door met name de aankoop van Amerikaanse staatsobligaties door niet-ingezetenen. Amerikaanse staatsobligaties worden over het algemeen gezien als een relatief risicovrije belegging. De toegenomen voorkeur voor veiligere beleggingen hing samen met de wereldwijde groeivertraging, het geschonden vertrouwen in het (Amerikaanse) bedrijfsleven en de onzekerheid als gevolg van terroristische aanslagen en de oorlog in Irak. Het feit dat het grootste deel van het tekort op dit moment wordt gefinancierd door schuldfinanciering maakt de vs gevoeliger voor een rentestijging, bijvoorbeeld gedreven door oplopende risicopremies. Hierdoor zouden de rentelasten substantieel kunnen stijgen. De vs is inmiddels het grootste netto debiteurenland ter wereld en projecties wijzen op een verdere stijging van de netto schuld tot 40% bbp in 2008. Hoewel een dergelijke schuldratio niet ongewoon hoog is voor een industrieland, doen de vs door de grote absolute omvang

van de schuld een groot financieringsberoep op de rest van de wereld.

Ook de regionale samenstelling van financieringsstromen is geleidelijk gewijzigd (grafiek 6). Terwijl het investeringskapitaal eind jaren negentig overwegend uit het eurogebied kwam, is Azië de laatste jaren de voornaamste bron van schuldfinanciering. Dit hangt samen met de gekozen wisselkoersregimes van veel Aziatische landen. Een aantal landen, onder andere China en Maleisië, heeft zijn valuta aan de dollar gekoppeld en een aantal landen voert een 'managed floating' beleid. Dit laatste houdt in dat de valuta weliswaar ten opzichte van andere valuta kan bewegen, maar dat door middel van interventies wordt geprobeerd de koers te beïnvloeden. Uit de zeer snelle accumulatie van deviezenreserves (zie grafiek 7) valt af te leiden dat een behoorlijke inspanning moet worden geleverd om een appreciatie van een aantal Aziatische valuta te voorkomen. De autoriteiten willen appreciatie voorkomen vanwege binnenlands economische en financiële stabiliteitsoverwegingen. Het overgrote deel van de interventies wordt uitgevoerd ten opzichte van de Amerikaanse dollar, wat leidt tot een accumulatie van dollarreserves bij centrale banken die belegd moeten worden. De meeste centrale banken prefereren schuldtitels met een hoge kredietwaardigheid en kopen voornamelijk Amerikaanse staatsobligaties. Volgens opgaaf van de Federal Reserve Board is 40% van de Amerikaanse staatsobligaties in handen van niet-ingezetenen en daarvan is 53% in handen van centrale banken. In de laatste drie jaar hebben de Japanse en Chinese autoriteiten bijna 50% van de nieuw uitgegeven schuldtitels van de Amerikaanse overheid aangekocht. Naast de vraag naar Amerikaanse staatsobligaties kwam 50% van de buitenlandse vraag naar Amerikaans 'agency'-papier, een andere soort schuldtitel ingedeeld in een lage risicocategorie, van Aziatische beleggers. Zolang de Aziatische valutaregimes niet wijzigen lijkt er dus een continue vraag naar Amerikaanse staatsobligaties en andere Amerikaanse schuldtitels met een hoge kredietwaardigheid te zijn.

Het accumuleren van deviezenreserves is niet zonder risico's. Enerzijds loopt de centrale bank valutarisico over deze voorraad. De kosten van een dollardepreciatie over de 1,6 biljoen dollar aan deviezenreserves in Azië zouden substantieel kunnen zijn. Daarnaast kan het aanhouden van vreemde valuta ook kosten voor een centrale bank met zich meebrengen. De opbrengst over de vreemde valuta bestaat uit de Amerikaanse rente, daar staat tegenover het verlies aan inkomsten in eigen valuta. Als de Amerikaanse rente

verkregen op de buitenlandse valutareserves lager is dan de gemiste rente-inkomsten op de eigenvaluta dan is er sprake van een kostenpost. Daarnaast zorgen de aankoop van dollars met de eigen valuta voor een stijgende binnenlandse geldhoeveelheid en een expanderende kredietverlening. Hoewel de inflatoire effecten hiervan voor landen als China en Japan, die beide last hadden van een deflatoire prijsontwikkeling, op de korte termijn niet nadelig hoeven te zijn, kan overmatige liquiditeit op de lange termijn onevenwichtigheden veroorzaken in bepaalde vermogensmarkten en het bankwezen. Zo wordt door de daling van de rentes vanwege het hoge aanbod van liquiditeit vaak geïnvesteerd in onrendabele projecten. Het afromen van deze overliquiditeit kan bijvoorbeeld door het uitgeven van obligaties door de Aziatische centrale banken, sterilisatie genoemd. Echter als de rente te vergoeden op de obligaties hoger is dan de inkomsten van centrale banken uit de leningen aan het bankwezen dan zijn ook hier kosten aan verbonden.

Op de korte termijn zal er zonder een wijziging in de Aziatische valutaregimes een continue vraag naar Amerikaanse staatsobligaties zijn, waardoor de financieringskosten voor de Amerikaanse overheid laag blijven en het lopende rekeningtekort grotendeels wordt gefinancierd. In theorie kan de accumulatie van dollar deviezenreserves in Azië onbepert doorgaan. Echter in de praktijk is aanpassing op middenlange en lange termijn onvermijdelijk vanwege de steeds verder oplopende risico's voor de Aziatische centrale banken. Tevens zullen beleggers waarschijnlijk op een gegeven moment een compensatie willen voor het verslechterende schuldprofiel van de Amerikaanse staat. Ook eerdere ervaringen in industrielanden wijzen erop dat er grenzen zijn aan de houdbaarheid van lopende rekeningtekorten. Uit onderzoek van het IMF in de World Economic Outlook van 2002 blijkt dat een lopende rekeningtekort van 4 tot 5% bbp in het algemeen een onhoudbaar niveau is. Bovendien blijft een tekort van die omvang zelden drie jaar achtereen bestaan; in 2004 zouden de VS voor het vijfde achtereenvolgende jaar een dergelijk hoog tekort hebben.

#### *Aanpassingsscenario's*

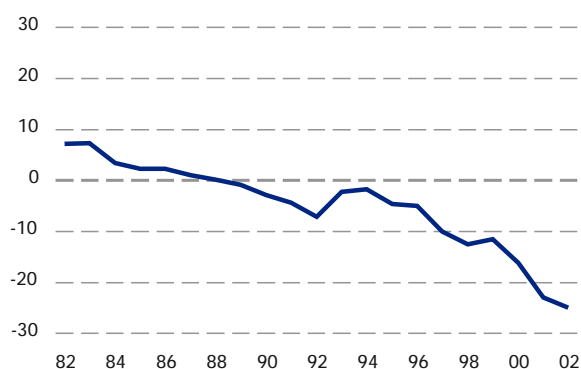
De neerwaartse risico's voor groei en financiële stabiliteit zijn afhankelijk van de wijze waarop en de snelheid waarmee aanpassingen zullen plaatsvinden. Reductie van een lopende rekeningtekort vindt over het algemeen plaats via lagere binnenlandse bestedingen of depreciatie van de wisselkoers of een combinatie daarvan. Een mogelijke neerwaartse bijstelling van ver-

## Grafiek 6 Netto buitenlandse schuldpositie en Externe financieringsstromen

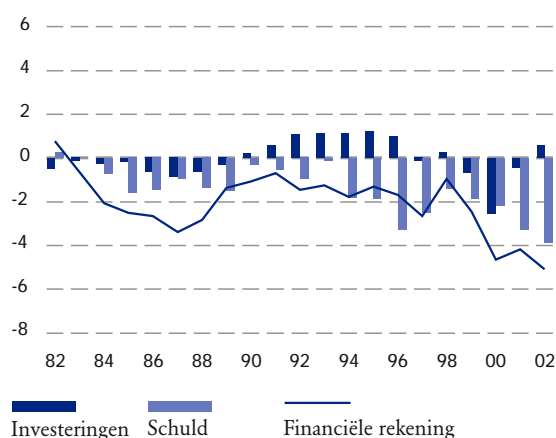
Procenten bbp

### Netto buitenlandse schuldpositie

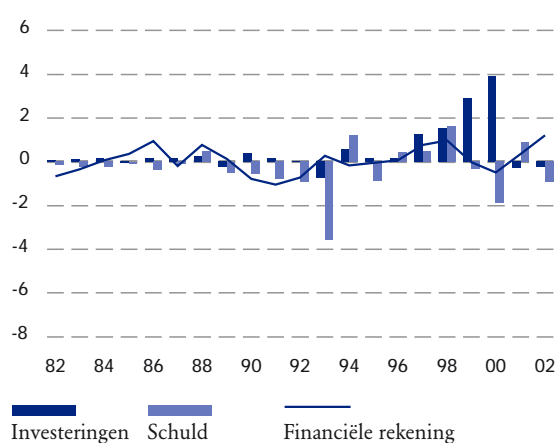
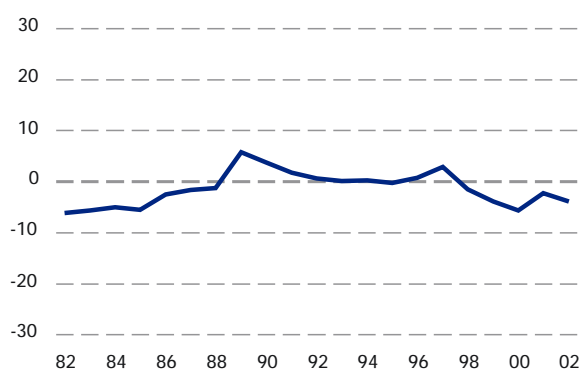
Verenigde Staten



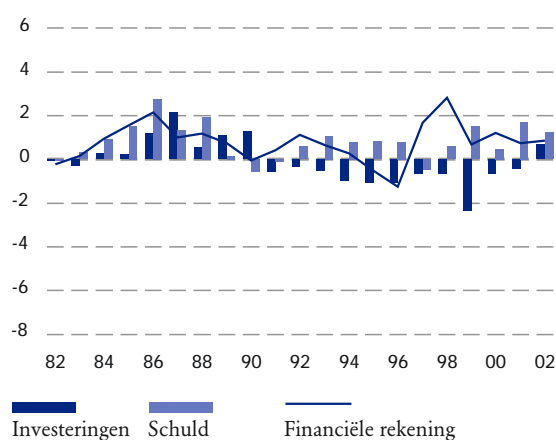
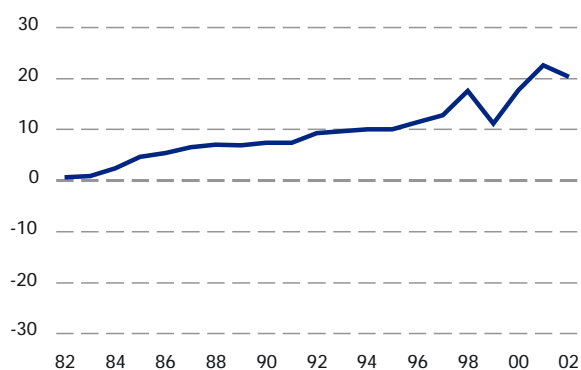
### Externe financieringsstromen



Eurogebied

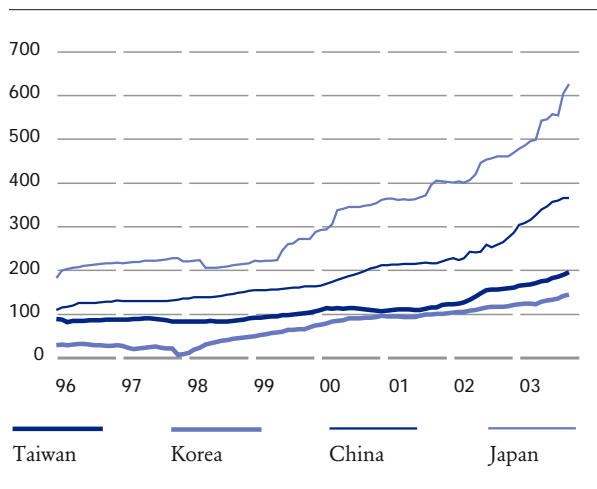


Azië



Toelichting: De gegevens van de netto buitenlandse schuldpositie worden tot en met 2001 weergegeven. De externe financieringsstromen zijn geactualiseerd tot en met 2002 en op basis van onvolledige informatie.  
Bron: imf.

Grafiek 7 Buitenlandse deviezenreserves



Bron: Centrale bank websites en bis.

wachte vermogenswinsten of een verder oplopende werkloosheid in de vs zou kunnen leiden tot een stijging van de besparingen van huishoudens en daarmee lagere binnenlandse bestedingen. Een stijging van de spaarquote met bijvoorbeeld één procentpunt, zou de bbp-groei met  $\frac{3}{4}$  procentpunt drukken. Mechanische berekeningen laten zien dat een dergelijk groei-effect het lopende rekeningtekort slechts in geringe mate reduceert (minder dan  $\frac{1}{2}$  procentpunt). Daarbij komt dat de groeivoorzichten in andere wereldregio's, met name het eurogebied en Japan, gematigd zijn waardoor groeiverschillen met de vs (nodig voor reductie van het lopende rekeningtekort) voorlopig niet zullen omslaan van negatief naar positief. In de tweede helft van de jaren tachtig was naast de depreciatie van de dollar een aantrekkelijke groei in Duitsland en Japan juist een belangrijke factor achter de soepele aanpassing van de toenmalige onevenwichtigheden. Een relatief hoge groei in de vs kan er wel voor zorgen dat de aantrekkelijkheid van de vs voor buitenlandse financiers weer toeneemt waardoor de schuldfinanciering gedeeltelijk wordt vervangen door directe investeringen en aandelenbeleggingen. Hoewel deze financieringsvorm een lager risico voor de vs inhoudt, blijft in dit scenario een groot lopende rekeningtekort bestaan. Dit heeft als risico dat er mogelijk op termijn een scherpere correctie moet plaatsvinden om het evenwicht te herstellen.

Aanpassingen kunnen ook via een verdere depreciatie van de dollar verlopen. Zo werden midden jaren tachtig de onevenwichtigheden gecorrigeerd door een forse depreciatie van de dollar, die tussen 1985 en 1987 35% van zijn handelsgewogen waarde verloor. Een aanhoudende depreciatie kan worden veroorzaakt door

een afnemende financieringsbereidheid van buitenlandse beleggers. Een aanwijzing hiervoor zou kunnen zijn het ontstaan van een risicopremie op Amerikaanse staatsobligaties ten opzichte van bijvoorbeeld Europese obligaties. Op dit moment lijkt hier nog geen sprake van te zijn, want de correlatie tussen beide obligatiemarkten is nog bijzonder hoog. Daarnaast zou het loslaten van de koppeling van Aziatische valuta of het verminderen van interventies van een aantal Aziatische landen waarschijnlijk leiden tot een depreciatie van de dollar ten opzichte van deze valuta. De reactie van de valutamarkten naar aanleiding van de g7-verklaring (zie eerder dit hoofdstuk) geeft aan dat veel marktpartijen denken dat dit aanpassingsscenario tot de mogelijkheden behoort. Een dollardepreciatie verbetert de concurrentiepositie van de vs, waardoor het lopende rekeningtekort zal afnemen. De recente versnelling van de Amerikaanse exportgroei is een indicatie dat de dollardepreciatie al effect op de handelspositie heeft. Het imf schat dat voor een houdbaar handelstekort een daling van het lopende rekeningtekort van  $\frac{3}{2}$  tot 4% bbp nodig is (het relatief hoge groeipotentieel van de vs staat een beperkt tekort toe). Gegeven het feit dat een nominale effectieve depreciatie van de dollar volgens, weliswaar mechanische, berekeningen een beperkt effect heeft op het tekort, lijkt dus een verdere depreciatie nodig om het gat op de lopende rekening te dichten.

De depreciatie van de dollar is totnogtoe een geleidelijk proces geweest, waarmee de aanpassing volgens een gunstig scenario verloopt. Van februari 2002 tot mei 2003 is de dollar met ongeveer 37% ten opzichte van de euro relatief geleidelijk gededecieerd. Om dit in perspectief te plaatsen van maart 1985 tot februari 1986 daalde de dollar ten opzichte van de d-mark 53%, een veel hoger gemiddelde depreciatie per maand.

Ondanks de betrekkelijke rust op de valutamarkten is een scherpe wisselkoersaanpassing echter niet uit te sluiten. Dit kan bijvoorbeeld worden veroorzaakt door een plotselinge omslag in het beleggersvertrouwen waardoor Amerikaanse activa massaal en in een korte periode van de hand worden gedaan. De waarschijnlijkheid van een dergelijk scenario valt op voorhand moeilijk in te schatten, maar lijkt kleiner dan medio jaren tachtig. Weliswaar hebben de onevenwichtigheden in de vs een historisch grote omvang, maar de economie is vergeleken met die periode structureel sterker en bovendien lijkt de dollar momenteel minder overgewaardeerd. De handelsgewogen appreciatie in 1980-1985 was met ongeveer 50% dubbel zo groot als de appreciatie in 1997-2002.



### Gevolgen eurogebied en Nederland

Als de onevenwichtigheden worden verminderd door een lagere groei in de vs zal ook de rest van de wereld hiervan de gevolgen ondervinden via lagere importen en dalende beurskoersen. Het trekpaard van de wereld-economie valt dan stil en het zal moeilijk worden voor het eurogebied en Japan om die rol over te nemen.

Bij een scenario van een snelle depreciatie van de dollar geldt dat waarschijnlijk door de toegenomen wereldwijde financiële integratie het belang van financiële kanalen bij de verspreiding van schokken groter is dan in het verleden. Te verwachten valt dat onrust op de valutamarkten uitstralingseffecten heeft op andere financiële markten zoals de obligatie- en de aandelenmarkten. Deze ontwikkelingen kunnen tot uitstel van investeringen leiden, via negatieve vermogens- en vertrouwenseffecten de consumptieve bestedingen raken en de mondiale economische groei vertragen. Daarnaast heeft de sterke toename van grensoverschrijdende financiële activiteiten vermogens- en schuldposities (grafiek 8) steeds meer afhankelijk gemaakt van wisselkoersbewegingen. Een forse depreciatie van de dollar zal daarom tot een substantiële internationale herverdeling van vermogen kunnen leiden. Een euro-appreciatie zal leiden tot lagere winsten behaald door buitenlandse vestigingen of deelnemingen en afboekingen op de boekwaarde daarvan. Met name Nederlandse bedrijven zijn gevoelig voor ontwikkelingen in de euro/dollar-koers, hetgeen tot uitdrukking komt in de hoge correlatie (0,8) tussen de indexverhouding aex/s&p500 en de euro/dollar-koers. Dit hangt samen

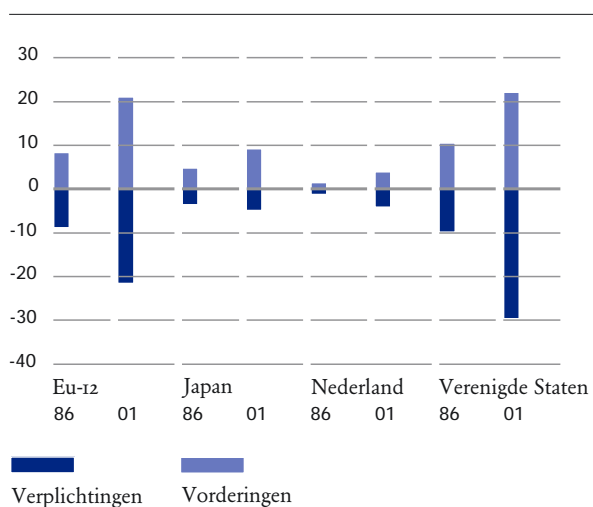
met het hoge aandeel van de omzet dat dollargerelateerd is en de vele acquisities die sinds de jaren negentig zijn gepleegd in de Verenigde Staten. Ongeveer een kwart van de directe buitenlandse investeringen van Nederlandse bedrijven staat uit in de Verenigde Staten. Deze uitstaande investeringen hebben een omvang van ruim 20% bbp, hetgeen betekent dat een dollardepreciatie substantiële boekverliezen met zich mee kan brengen. Hierbij moet wel in ogenschouw worden genomen dat zowel de Amerikaanse dochteronderneming als het Europese moederbedrijf ook dollarverplichtingen kunnen hebben; er wordt slechts valutarisico gelopen over de netto positie. Daarnaast is met de toegenomen financiële integratie ook het risicomangement van instellingen sterk verbeterd – bepaalde risico's zijn afgedekt – hetgeen de gevolgen van eventuele wisselkoerscorrecties zal beperken.

Ook door het omvangrijke bezit van buitenlandse effecten is het Nederlandse vermogen gevoelig voor ontwikkelingen in wisselkoersen. Eind 2002 vertegenwoordigden buitenlandse aandelen een waarde van 47% bbp (waarvan meer dan de helft belegd buiten het eurogebied) en buitenlandse obligaties ruim 70% bbp (waarvan ongeveer een kwart belegd buiten het eurogebied). Van deze beleggingen is ruwweg 85%, respectievelijk bijna 60% in handen van Nederlandse institutionele beleggers, voornamelijk pensioenfondsen. Naast aandelen- en renterisico, vormen wisselkoersrisico's daarmee een additioneel risico voor de vermogenspositie van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars. Dit risico lijkt voor verzekeringsmaatschappijen redelijk beperkt aangezien wettelijk is vastgelegd dat activa in principe in dezelfde valuta moeten luiden als de verplichtingen, echter een maximale valutamismatch van 20% is toegestaan. Pensioenfondsen kennen dit voorschrift niet, maar veel pensioenfondsen dekken een gedeelte van hun valutarisico af.

Ten slotte zal een depreciatie van de dollar ook via het handelskanaal zorgen voor een aanpassingslast als gevolg van een verslechtering van concurrentieposities. Indien de eerder beschreven wisselkoersregimes in Azië ongewijzigd blijven dan zal de aanpassingslast van een dollardepreciatie primair door het eurogebied worden gedragen. Bij de recente depreciatie was dit voor 45% het geval (grafiek 9), waardoor de aanpassingslast tot nog toe niet marktconform over de wereld wordt verdeeld. Volgens modelberekeningen zal een effectieve appreciatie van de euro van 10% op korte termijn leiden tot een daling van het bbp-volume van het eurogebied met circa 0,4%, met name als gevolg van een verslechterende concurrentiepositie.

### Grafiek 8 Buitenlandse vermogenspositie

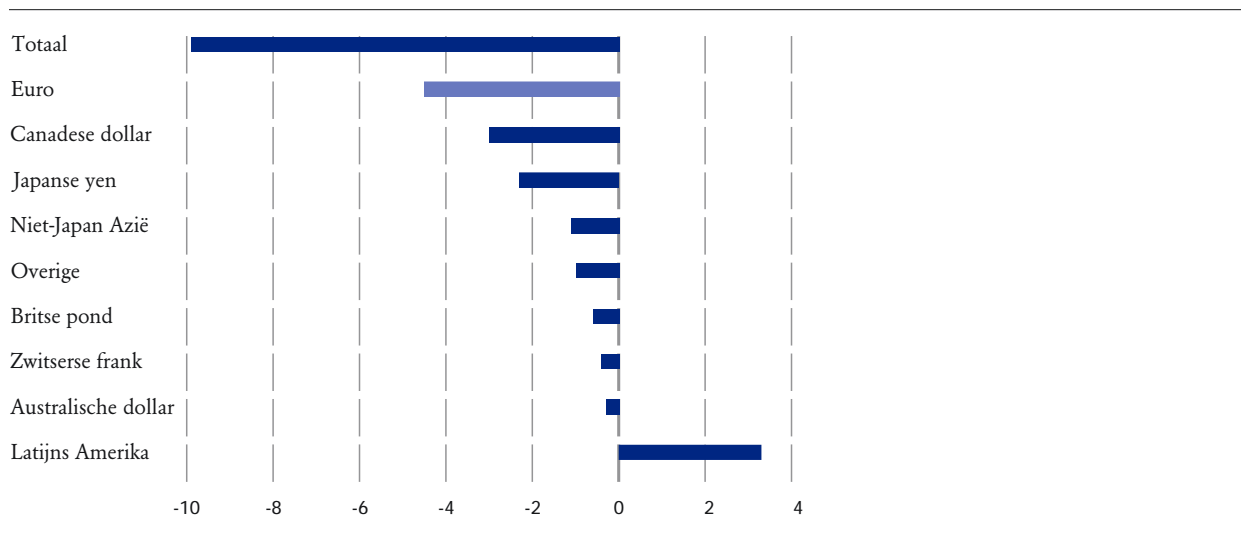
Procenten wereld-bbp



Bron: imf.

## Grafiek 9 Aandeel in de nominale handelsgewogen daling van de dollar sinds februari 2002

Procenten



Bron: Federal Reserve, Bloomberg, Nomura.

Voor het totale Nederlandse bankwezen bedragen de vorderingen op de Verenigde Staten ruim 15% van het geaggregeerde balanstotaal (zie ook het hoofdstuk 'Actuele ontwikkelingen in het toezicht', elders in dit Kwartaalbericht) maar de verschillen tussen banken onderling zijn groot. Ongeveer de helft van de Nederlandse banken heeft geheel geen vorderingen in de Verenigde Staten. Daarentegen is zowel voor enkele op de vs gerichte kleinere banken als bij de grootbanken ing, Rabobank en zeker abn amro, het aandeel van vorderingen op de vs in het totaal van hun activa en daarmee ook in hun baten aanzienlijk.

Een lagere economische groei in de vs zou de groei van de Amerikaanse kredietverlening kunnen temperen en daarmee – via een volume-effect – ook de rentebaten die Nederlandse banken in de vs verdienen. Ook de niet-rentebaten, die in de praktijk sterk samenhangen met beursindices (zie Kwartaalbericht juni 2003), zouden negatief kunnen worden beïnvloed als de lagere groei het beursklimaat daar en elders verslechtert.

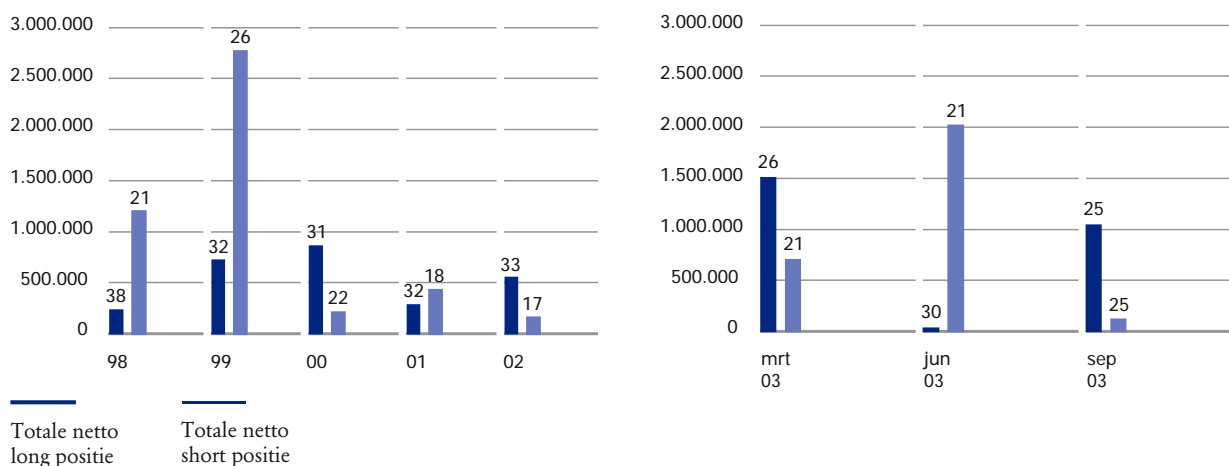
Ook bij het andere aanpassingsscenario, een sterke depreciatie van de dollar, zullen de resultaten van de Nederlandse banken worden beïnvloed. Ten eerste zal bij een verlies aan vertrouwen in de Amerikaanse economie waarschijnlijk de Amerikaanse kapitaalmarktrente stijgen en de verschillen tussen de korte en lange rentes toenemen. Hierdoor worden de rentemarges voor de banken in de vs vergroot. Daarnaast is het effect van een dollar depreciatie sterk afhankelijk van de positie van de individuele bank. Banken kunnen

zowel een netto long positie (meer vorderingen dan verplichtingen) als een netto short positie (meer verplichtingen dan vorderingen) in dollars hebben, waardoor een dollar depreciatie per saldo zowel negatief als positief kan uitpakken. Banken hebben verschillende methoden om hun netto short of long positie in dollars beperkt te houden en aldus ongewenste dollareffecten op hun resultaten en balans tegen te gaan. Een eerste methode is – net als het overige bedrijfsleven – het op elkaar afstemmen van de dollarcompositie van activa en passiva op de balans. Om deze reden hebben de Nederlandse grootbanken hun activiteiten in de vs dan ook voor een groot deel in dollars gefinancierd. Daarnaast kan een bank – ook via balansposten – ervoor kiezen om het effect van een dollardepreciatie op de solvabiliteit te neutraliseren door het aandeel van het in dollars gedomineerde voor solvabiliteit relevante kapitaal in het totale kapitaal af te stemmen op het relatieve belang van in dollars gedomineerde *risk weighted assets*. Grote banken hebben in het algemeen een beleid om de effecten van dollarkoersmutaties op hun bancaire solvabiliteitsratio te mitigeren. Tot slot kan een bank ook door het gebruik van financiële instrumenten, zoals bijvoorbeeld het op termijn aankopen of verkopen van dollars, de gevoeligheid van de resultaten of het eigen vermogen voor dollarmutaties verkleinen.

Op elk tijdstip kan van een instelling de totale netto open dollarpositie worden bepaald<sup>1</sup>. Hiermee wordt een momentopname gegeven van de dollar-exposure

## Grafiek 10 Netto long en short positie Nederlandse bankwezen

Posities in usd (bedragen in duizenden usd)  
(getallen boven staven zijn het aantal individuele banken)



Bron: dnb.

van een instelling waarbij moet worden opgemerkt dat deze positie – door het gebruik van financiële instrumenten – van het ene op het andere moment sterk kan veranderen. Uit grafiek 10 blijkt dat eind september 2003 van de Nederlandse banken met posities in Amerikaanse dollars 25 banken een netto long positie hadden en ook 25 banken een netto short positie. Per saldo had het Nederlandse bankwezen op die datum een netto long positie ter waarde van ongeveer 0,9 miljard dollar, terwijl het bankwezen als geheel eind juni 2003 nog een aanzienlijke short positie had.

Naast het feit dat de netto dollarpositie van het Nederlandse bankwezen sterk variabel is, geeft deze ook geen volledig beeld van de mogelijke effecten van een dollardepreciatie op het Nederlandse bankwezen. Zo zou bijvoorbeeld een dollardepreciatie – via een hogere winstgevendheid van bepaalde Amerikaanse bedrijven – een positief effect kunnen hebben voor Nederlandse banken die aandelen van die bedrijven aanhouden of kredieten aan die bedrijven verstrekken en een negatief effect op de winstgevendheid, aandelen en kredietvraag van bepaalde Europese bedrijven. Bovendien kan een dollardepreciatie effect hebben op de koersen van andere valuta's waar Nederlandse banken ook open posities in hebben. Al met al kan dus worden geconcludeerd dat de effecten van een dollardepreciatie voor de ene bank heel anders kunnen zijn dan voor de andere en dat ook moeilijk te duiden is wat het totaal-effect voor het geaggregeerde bankwezen precies zou zijn.

1 De netto open dollarpositie bestaat uit de netto contante positie (alle activa minus alle passiva in dollars van een instelling inclusief vorderingen en verplichtingen uit hoofde van rentebetalingen, onherroepelijke garanties e.d.), de netto termijnpositie (dollartermijnposities, -futures en -swaps), en valutaopties, zie handboek Wtk blz. 4022 voor de exacte berekeningswijze.