

# Financiële stabiliteit

*De aantrekkende wereldeconomie heeft een gunstige uitwerking op de financiële sector. Banken zien hun winsten toenemen en kredietrisico's dalen, terwijl institutionele beleggers profiteren van het herstel van de aandelenbeurzen. De verbeterde vooruitzichten hebben ook gevolgen voor de neerwaartse risico's. Zo kan een snelle toename van de economische groei de rente opdrijven, wat in sommige landen – waaronder Nederland – een risico kan vormen vanwege de historisch hoge schulden van bedrijven en gezinnen. Ook is het denkbaar dat bij een rentestijging de huizenprijzen onder druk kunnen komen. De zakelijke onroerendgoedmarkt heeft daarentegen al enkele moeilijke jaren achter de rug, en zou zich bij een aantrekkende economie juist kunnen herstellen. Aan het eind van dit hoofdstuk wordt speciale aandacht besteed aan de zakelijke onroerendgoedmarkt en de relatie met de financiële sector.*

## Recente ontwikkelingen

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

Het wereldwijde economische herstel dat zich in de loop van 2003 voorzichtig manifesteerde, heeft zich de afgelopen maanden voortgezet. Vooral de economische groei in de Verenigde Staten trekt fors aan. Door de toenemende bedrijvigheid is bovendien de dreiging van een deflatoire ontwikkeling verminderd. Ook voor Japan zijn de vooruitzichten steeds beter; de aantrekkende groei wordt gedreven door een stijgende export en investeringen en gaat gepaard met een sterke toename van het producentenvertrouwen. In het eurogebied verloopt het economische herstel langzamer (zie ook het hoofdstuk 'Monetaire en economische ontwikkelingen', elders in dit Kwartaalbericht).

De verbeterde macro-economische vooruitzichten zijn ook gunstig voor het financiële systeem. Doordat het bedrijfsleven er beter voor staat neemt het kredietrisico voor banken af. Bovendien hebben de meeste aandelenbeurzen zich na het dieptepunt van vorig jaar krachtig hersteld. Verschillende beursindices, waaronder de aex, boekten voor het eerst sinds 1999 weer een positief jaarresultaat. Het koersherstel is belangrijk voor institutionele beleggers, vooral pensioenfondsen en levensverzekeraars, die de afgelopen jaren forse waardedalingen van hun aandelenportefeuilles moesten incasseren.

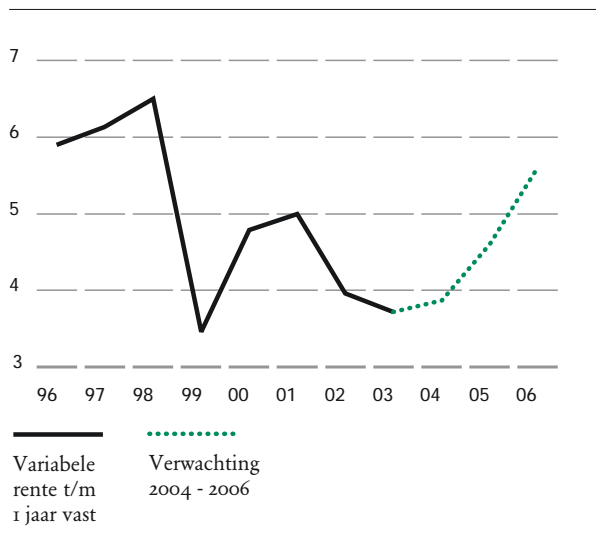
De aantrekkende wereldeconomie bevat evenwel een neerwaarts risico, in de vorm van een snel oplopende rente. Zowel de lange als de korte rente zijn thans immers zeer laag. Hoewel er vooralsnog geen aanwij-

zingen zijn dat de rente al op korte termijn zal toenemen, kan uit financiële marktgegevens worden afgeleid dat over de periode 2004-2006 rekening moet worden gehouden met een substantiële stijging van de (korte) leenrente (grafiek 1). Tegelijkertijd ligt de schuldpositie van bedrijven en gezinnen in veel landen op een historisch hoog niveau. Dit is een belangrijk verschil met eerdere economische recessies, die veelal dieper waren en gekenmerkt werden door een minder expansief monetair beleid. Door de lage rente in combinatie met de uitbundige huizenmarkt konden veel gezinnen hun consumptieve bestedingen via aanpassing van hun hypotheek op peil houden.

Hoewel de lage rente eraan heeft bijgedragen dat de economische neergang van de afgelopen jaren relatief mild is geweest, is de keerzijde dat de uitgangspositie voor herstel hierdoor minder gunstig lijkt. Bij een stijging van de rente zal immers de schuldendienst toenemen. Dit geldt in het bijzonder voor Nederland, waar de schulden van bedrijven en gezinnen in internationaal opzicht opvallend hoog zijn (grafiek 2). Nederlandse bedrijven hebben tijdens de hoogconjunctuur in de jaren negentig veel vreemd vermogen aangetrokken als reactie op de aanhoudend lage rente, om optimaal te profiteren van de hefboomwerking. Het hoge schuldniveau van huishoudens bestaat voor het leeuwendeel uit hypotheek en kan worden verklaard uit de uitbundige huizenmarkt van de afgelopen jaren. Overigens moet bij de risico's van een oplopende rente worden bedacht dat in Nederland de rente doorgaans voor een

## Grafiek 1 Leenrente eurogebied

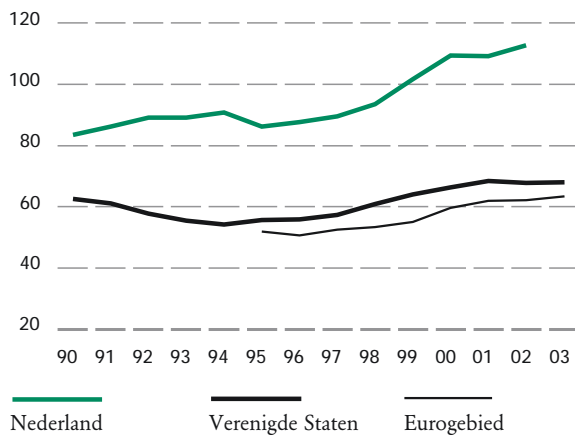
Kort bankkrediet aan bedrijven, procenten  
De renteverwachting is afgeleid uit de swap-curve



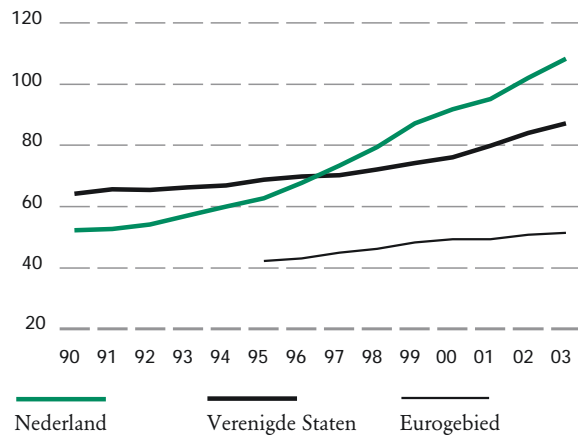
Bron: Bloomberg, dnb.

**Grafiek 2a Schuldpostie van bedrijven**

Procenten bbp

**Grafiek 2b Schuldpositie van gezinnen**

Procenten bbp



Bron: Federal Reserve (Flow of Funds), cbs (nationale rekeningen 2002) en ecb (monthly bulletin).

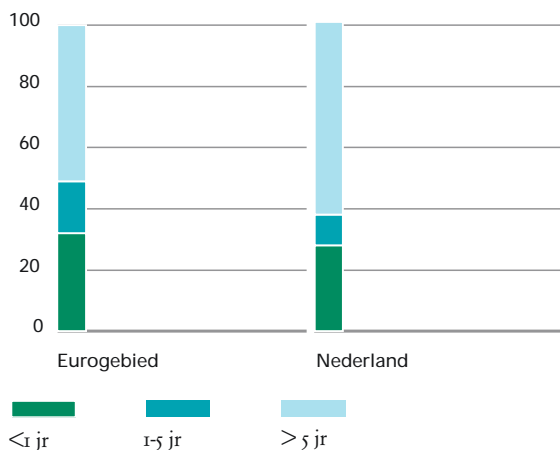
relatief lange periode wordt vastgelegd (grafiek 3). Dit geldt het sterkst voor hypotheeklen, maar ook bijna tweederde van de bancaire kredietverlening aan Nederlandse bedrijven heeft een rentevaste periode van vijf jaar of langer. In het eurogebied is dit slechts de helft. Al met al lijken Nederlandse bedrijven en gezinnen vooral financieel kwetsbaar indien de rente langdurig hoog zou blijven.

Een rentestijging kan ook negatief uitwerken op de vermogensmarkten. Hoewel aandelenkoersen fors onder het niveau liggen van enkele jaren geleden, zijn

deze volgens maatstaven als de koers-winstverhouding niet bijzonder laag. Bovendien zijn in verschillende landen (waaronder Australië, Spanje, het vk, de vs en tot voor kort Nederland) de huizenprijzen de afgelopen jaren flink gestegen, doordat als gevolg van de lage rente de leencapaciteit van gezinnen is vergroot. De huizenmarkt verschilt daarmee van de zakelijke onroerendgoedmarkt, die sterker met de conjunctuur samenhangt en minder gevoelig is voor het renteklimaat.

**Grafiek 3 Rentevaste periode bancaire kredietverlening bedrijven**

Procenten



Bron: dnb

**Financiële markten**

De afgelopen maanden werden de ontwikkelingen op de mondiale financiële markten opnieuw gedomineerd door wisselkoersfluctuaties. De gestage depreciatie van de dollar tegenover de belangrijkste valuta's verloor in de loop van januari aan kracht. Daarbij valt op dat de recente wisselkoersbewegingen vooral lijken te worden gedreven door renteversillen en uitspraken van beleidsmakers, en nauwelijks door economische groeiverschillen. Ten aanzien van de dollar spelen bovendien zorgen over de financierbaarheid van het grote Amerikaanse tekort op de lopende rekening en de marktperceptie dat de Amerikaanse autoriteiten niet onwelwillend staan tegenover een zwakke dollar.

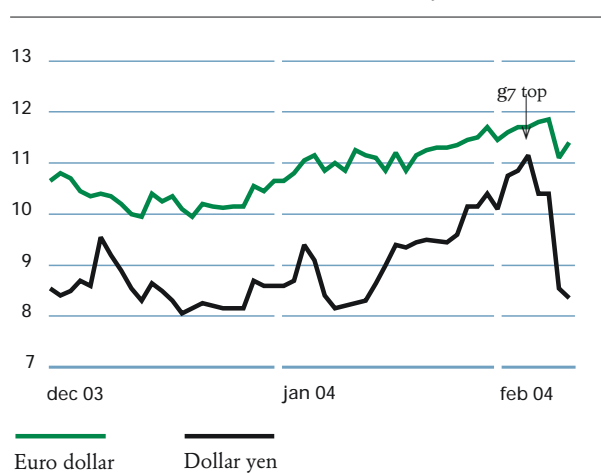
Na het bereiken van een niveau iets boven de 1,28 kwam de stijging van de eurodollarkoers in de loop van januari tijdelijk tot stilstand. Dit werd veroorzaakt door twee ontwikkelingen. Ten eerste uitten Europese beleidsmakers hun bezorgdheid over een mogelijk verdere toename van de wisselkoersvolatiliteit, waardoor de markten meer rekening gingen houden met een

tweezijdig risico in de eurodollarkoers. Ten tweede leidde de onzekerheid over de mogelijke uitkomst van de g7-vergadering op 7 februari tot het afbouwen van shortposities in de dollar. Tegelijkertijd bleef de yen de afgelopen maanden geleidelijk appreciëren ten opzichte van de dollar. Deze koersbeweging werd afgeremd door de aanhoudende valuta-interventies door de Japanse autoriteiten, die hiermee beogen een al te scherpe val van de dollar tegenover de yen tegen te gaan. Zo werd eind januari bekend dat de Bank of Japan die maand voor een recordbedrag van usd 67 miljard aan dollars had aangekocht, wat meer is dan het totale maandelijkse tekort op de Amerikaanse lopende rekening (gemiddeld usd 40 à 50 miljard).

Ook de valuta's van landen waar spoedig een monetaire verkrapping wordt verwacht of al gedeeltelijk heeft plaatsgevonden, zoals het Britse pond en de Australische dollar, zetten hun opmars ten opzichte van de dollar voort. Afgaande op de reactie op de valutamarkten leverde de g7-verklaring voor de meeste marktpartijen geen grote verrassingen op. De daling van de (in optieprijsen besloten) verwachte volatiliteit in de belangrijkste valutaparen (grafiek 4), die in de periode voorafgaand aan de vergadering vooral voor de dollar-yenkoers aanzienlijk was opgelopen, duidde dan ook op een afname van de onrust op de valutamarkten. Dit vormt bovendien een aanwijzing dat de depreciatieverwachtingen van de dollar ten opzichte van de yen neerwaarts zijn bijgesteld.

Op de obligatiemarkt verschoof de aandacht van het economische herstel (zie hoofdstuk Financiële Stabiliteit in het vorige Kwartaalbericht) naar de verwachtingen

**Grafiek 4 Volatiliteit euro-dollar en yen-dollar**



Bron: Bloomberg.

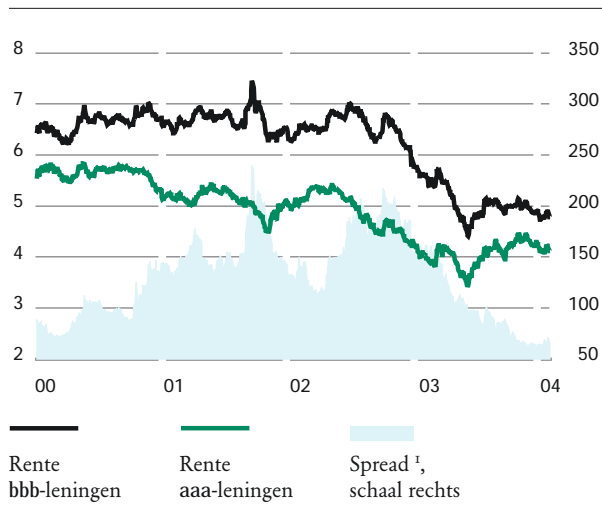
gen ten aanzien van het monetaire beleid in de vs en de ontwikkelingen op de valutamarkten. Dit leidde ertoe dat de aanvankelijke rentestijging in de vs en Europa de afgelopen maanden plaatsmaakte voor een omgekeerde beweging, waarbij de Amerikaanse tienjaarsrente in januari korte tijd onder de 4% kwam. De ontkoppeling van de relatie tussen ontwikkelingen op de obligatiemarkten en de reële economie wordt deels veroorzaakt door verwachtingen in de markt dat de Fed, ondanks het herstel van de Amerikaanse economie, de beleidsrente voorlopig niet of slechts in zeer beperkte mate zal verhogen. Deze verwachtingen worden gevoed door de communicatie van de Fed, die herhaalde malen heeft aangegeven voorlopig geen oplopende inflatiedruk te zien. Daarnaast leiden de grote interventie-aankopen door een aantal Aziatische centrale banken tot een voortdurend forse vraag naar Amerikaanse vastrentende waarden. Deze grote financieringsbereidheid draagt mede bij aan de aanhoudend lage kapitaalmarktrentes in de vs. Op de iets langere termijn lijken een monetaire verkrapping in de vs en een wijziging in het wisselkoersbeleid van Aziatische landen belangrijke factoren die het renteklimaat kunnen doen omslaan.

De recente ontwikkelingen op de Amerikaanse obligatiemarkt hebben een drukkend effect op de rentes in Europa, niet alleen direct via portefeuille-aanpassingen, maar ook indirect via de valutamarkten. De lage rente in de vs draagt immers bij aan de stijging van de euro ten opzichte van de dollar. Dit drukt de inflatieverwachtingen in het eurogebied en verschuift verwachtingen omtrent een mogelijke renteverhoging door het Eurosysteem verder naar achteren, hetgeen mede een prijsbodempunt legt in de Europese obligatiemarkt. Tot slot is het opvallend dat de spreads op bedrijfsobligatieleningen het afgelopen jaar gestaag zijn gedaald (grafiek 5). Dit valt deels te verklaren door een toenemende vraag naar papier met een hoog rendement in verband met de lage rente ('search for yield').

Op de aandelenmarkten zette het herstel zich de afgelopen maanden verder voort, vooral onder invloed van gunstiger macro-economische data en winstherstel in het bedrijfsleven. Werd deze laatste factor aanvankelijk toegeschreven aan kostenbeheersing, de laatste tijd laten in sommige sectoren ook de omzetverwachtingen een duidelijke opgaande lijn zien. Vooral de technologiesector profiteerde de afgelopen maanden opnieuw van gunstig bedrijfsnieuws, waardoor de Nasdaq-index sterk steeg. Daarnaast werd het herstel van de aandelenmarkten wereldwijd gedreven door de financiële sector en grondstofsectoren. De stijgende aandelenkoersen gaan ge-

**Grafiek 5 Eurogebied, corporate bond spreads**

Procenten cq procentpunten, dagcijfers



1 spread tussen aaa en bbb leningen met een looptijd van 7-10 jaar.  
Bron: msci.

paard met een hernieuwde toename van fusies en overnames. Zo werden de afgelopen maanden in de vs twee grote overnames in de financiële sector bekendgemaakt. Kenmerkend voor de positieve stemming is dat het boekhoudschandaal bij het Italiaanse zuivelconcern Parmalat, dat in december naar buiten werd gebracht, nauwelijks invloed lijkt te hebben op de beurzen.

Eind januari maakten de aandelenmarkten tijdelijk een pas op de plaats, waarbij vooral de technologiefondsen een lichte terugval lieten zien: beleggers zagen in het tegenvallende Amerikaanse bbp-groeicijfer over het vierde kwartaal aanleiding om winst te nemen. Dit lijkt te duiden op een voortdurende alertheid bij marktparticipanten ten aanzien van de consistentie tussen de verwachtingen voor het economische herstel enerzijds en het waarderingsniveau van aandelen anderzijds.

*Ontwikkelingen in het Nederlandse bankwezen*

Het Nederlandse bankwezen is het jaar 2004 ingegaan met een solide uitgangspositie. Zo verbeterde de winstgevendheid van de Nederlandse banken in het laatste kwartaal van 2003 verder ten opzichte van een jaar geleden en bleef de solvabiliteitsratio intact (zie ook het hoofdstuk 'Actuele ontwikkelingen in het toezicht' elders in dit Kwartaalbericht). Vooruitkijkend biedt de aantrekkelijke wereldeconomie voor banken goede mogelijkheden om hun financiële positie verder te verbeteren. Het Nederlandse bankwezen is immers sterk internationaal georiënteerd, terwijl ook de Nederlandse economie voorzichtige tekenen van herstel vertoont,

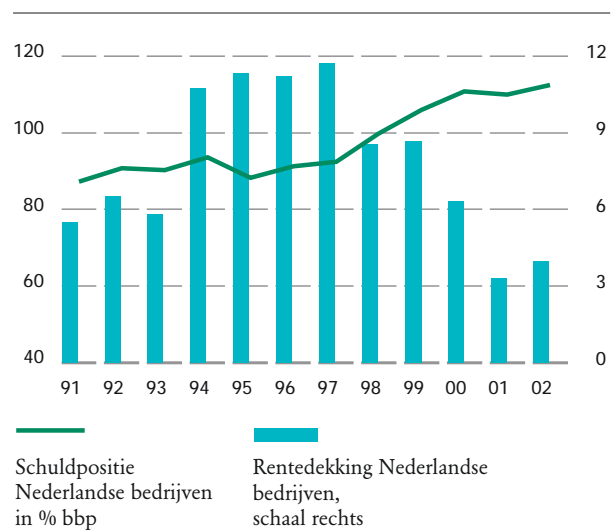
wat een positief effect heeft op de inkomsten van banken via een toename van de kredietverlening en het verbeterde beursklimaat (banken zijn immers ook actief bij het begeleiden van beursintroductions).

Desondanks blijft een aantal risico's voor het Nederlandse bankwezen bestaan. Deze houden verband met het kredietrisico voor bedrijven en de dollardepreciatie vis-à-vis de euro. Door de reeds genoemde hoge schuldpositie van Nederlandse bedrijven is de zogeheten rentedekking – de verhouding tussen het bruto bedrijfsresultaat en de rentelasten – gering (grafiek 6). De rentedekking is voor banken een belangrijke maatstaf bij de kredietverstrekking. Bij een rentestijging zal de druk op bedrijven toenemen om hun resultaten te verbeteren en het gebruik van schuldfinanciering te reduceren, om te voorkomen dat de rentelasten een onevenredig deel van het bedrijfsresultaat opslokken. Voorts ondermijnt de appreciatie van de euro de concurrentiepositie van bedrijven.

Eén en ander impliceert dat de druk op de financiële positie van de Nederlandse bedrijven vooralsnog hoog blijft. Dit wordt onderschreven door het merendeel van de Nederlandse banken die in het vierde kwartaal van 2003 de verwachting uitspraken de kredietvoorwaarden voor Nederlandse bedrijfsleningen (zoals de risicoopslag en onderpandisen) verder te zullen aanscherpen. Dit is een signaal dat de banken nog geen verbetering zien in de kredietkwaliteit van Nederlandse bedrijven, wat haaks lijkt te staan op de recente afname van de toevoegingen aan de voorzieningen van het Nederlandse

**Grafiek 6 Rentedekking Nederlandse bedrijven**

Brutowinst als percentage van de rentelasten



Bron: cbs, dnb.

bankwezen (zie het hoofdstuk ‘Actuele ontwikkelingen in het toezicht’). Deze ogenschijnlijke tegenstrijdigheid hangt mede samen met het internationale karakter van de banken, waardoor de kwaliteit van de kredietportefeuille slechts voor een deel afhankelijk is van de prestaties van Nederlandse bedrijven. Daarnaast moet worden bedacht dat banken in 2002 relatief omvangrijke voorzieningen hadden getroffen, waardoor de noodzaak voor additionele toevoegingen beperkt was.

### Ontwikkelingen op de zakelijke onroerendgoedmarkt

De Nederlandse huizenmarkt is, na een periode van uitbundige groei, de afgelopen drie jaar geleidelijk afgekoeld. Met uitzondering van het topsegment zijn prijscorrecties uitgebleven, mede door de aanhoudend lage rente. De zakelijke onroerendgoedmarkt moest echter de afgelopen jaren een flinke terugslag verwerken. De leegstand van kantoor- en bedrijfsruimte in Nederland is snel opgelopen, terwijl vooral op de kantorenmarkt het transactievolume is ingezakt (grafiek 7). De leegstand is aanmerkelijk groter dan tijdens de vorige economische neergang, begin jaren negentig. De omslag is ook te zien aan de huurprijzen per vierkante meter, die vooral voor bedrijfsruimten flink zijn gedaald (grafiek 8). De afkoeling op de zakelijke onroerendgoedmarkt is een internationaal verschijnsel, hoewel sommige Europese landen begin jaren negentig een grotere inzinking kenden (grafiek 9).

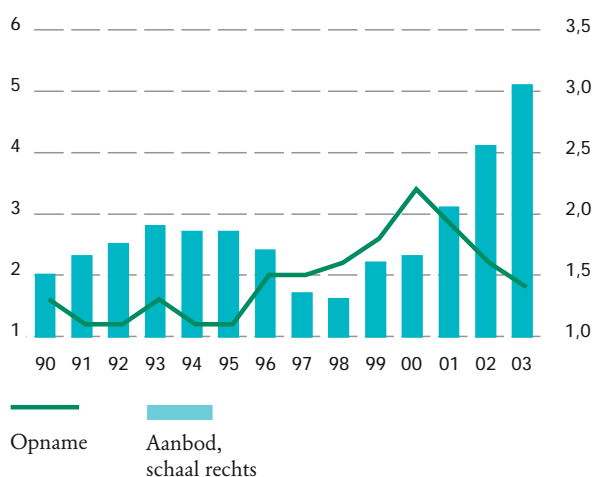
De werking van de zakelijke onroerendgoedmarkt is een duidelijk voorbeeld van de zogeheten varkenscyclus. Wanneer de economie aantrekt neemt de behoefte aan kantoor- en bedrijfsruimte snel toe, terwijl de uitbreiding van het beschikbare volume enkele jaren in beslag neemt. Bij het uitbreken van een recessie zitten doorgaans nog veel vastgoedprojecten ‘in de pijplijn’ terwijl de vraag naar kantoorruimte daalt, waardoor de leegstand snel oploopt. Zo nam eind jaren negentig vooral in de ict-sector en de zakelijke dienstverlening de behoefte aan kantoorruimte toe, terwijl vervolgens juist in deze sectoren de vooruitzichten fors neerwaarts moesten worden bijgesteld.

De zakelijke onroerendgoedmarkt vertoont belangrijke verschillen met de markt voor koopwoningen. In de eerste plaats wordt de zakelijke markt veel sterker gedreven door de conjunctuur. Schommelingen in de economische bedrijvigheid vertalen zich immers direct in het vraagvolume naar kantoor- en bedrijfsruimte. De vraag naar koopwoningen weerspiegelt daarentegen vooral veranderingen in de leencapaciteit van huizenkopers, die sterk wordt bepaald door de rente. Zo was door de lage rente in veel landen de afgelopen jaren – ondanks de laagconjunctuur – sprake van een uitbundige huizenmarkt. Een tweede verschil is dat de zakelijke onroerendgoedmarkt grotendeels een huurmarkt is, waardoor financiële risico’s primair liggen bij de verhuurders c.q. investeerders. Op de koopwoningmarkt ligt het financiële risico uiteraard in eerste instantie bij de bewoner.

De financiële sector is op verschillende manieren bij

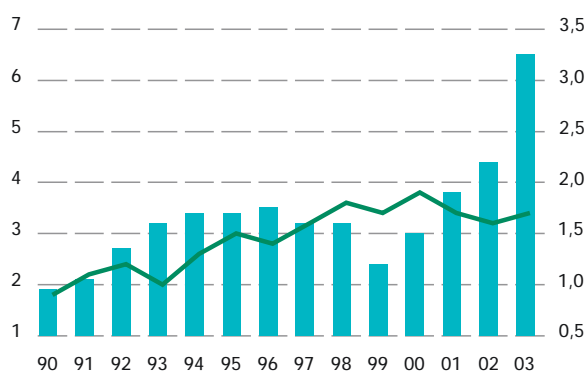
**Grafiek 7a Aanbod en opname kantoorruimte**

Miljoenen vierkante meters



**Grafiek 7b Aanbod en opname bedrijfsruimten**

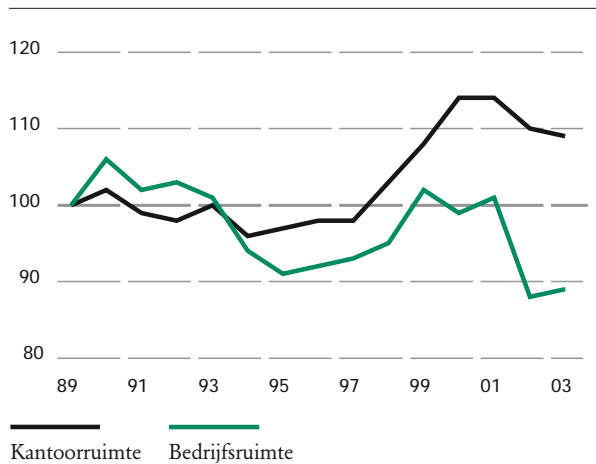
Miljoenen vierkante meters



Bron: dtz Zadelhoff.

**Grafiek 8 Huurprijs per vierkante meter**

Gedefleerd met de consumentenprijsindex, 1989 = 100



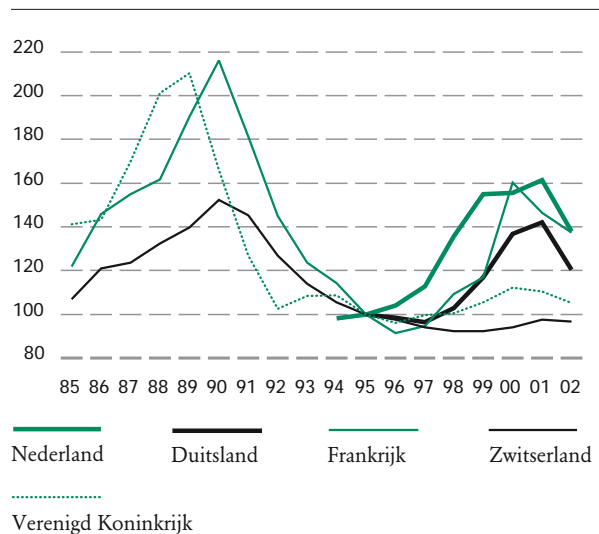
Bron: dtz Zadelhoff.

de onroerendgoedmarkt betrokken. Zo verstrekken banken krediet om vastgoedprojecten te financieren. Leningen voor zakelijk onroerend goed worden in de regel als risicovoller beschouwd dan woninghypotheken. Dit komt in het toezichtbeleid van dnb tot uiting doordat aan zakelijk krediet gemiddeld hogere kapitaal-eisen worden gesteld dan aan woninghypotheken. Banken moeten dus een grotere buffer aanhouden om eventuele verliezen op te vangen. Niettemin is het risico van deze zakelijke kredieten op portefeuille-niveau beperkt vanwege de geringe omvang van deze kredietverlening door banken.

Institutionele beleggers zijn daarentegen belangrijke spelers op de vastgoedmarkt. In totaal bedraagt het

**Grafiek 9 Zakelijke onroerendgoedprijzen in Europa**

1995 = 100



Bronnen: Diverse nationale bronnen.

belang van zakelijk onroerend goed bijna 12% van de totale beleggingen van deze instellingen (tabel 1). Beleggingsinstellingen hebben zelfs eenderde van hun middelen belegd in onroerend goed, waarvan het leeuwendeel bestaat uit directe beleggingen. De vastgoedportefeuille van pensioenfondsen bestaat voor de helft uit indirecte beleggingen, i.e. aandelen in vastgoedbeleggingsfondsen. Het belang van indirecte beleggingen is door de jaren toegenomen (grafiek 10), terwijl ook steeds meer in buitenlands vastgoed wordt belegd. Beide trends duiden op een grotere diversificatie van risico's.

**Tabel 1 Belang vastgoed en hypotheek voor institutionele beleggers in 2002**

Procenten van de totale beleggingen

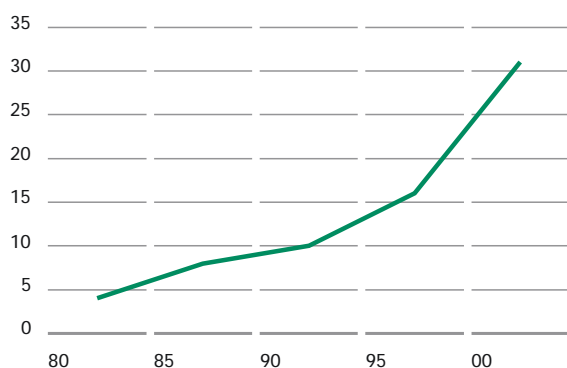
	Beleggingen vastgoed			Woninghypotheken		
	Direct	Indirect	Totaal	eur miljard	Totaal	eur miljard
Pensioenfondsen	5,3	5,3	10,6	46,0	3,7	16,1
Verzekeraars	6,0	1,0	7,0	17,1	15,3	37,4
Beleggingsinstellingen	30,0	2,4	32,4	26,8	0,4	0,0
Totaal <sup>1</sup>	8,1	3,6	11,7	89,9	7,0	53,8

<sup>1</sup> In de totaalstand zit een (geringe) dubbel telling verwerkt, voorzover indirecte beleggingen door pensioenfondsen en verzekeraars aandelen in Nederlandse beleggingsinstellingen betreft.

Bron: cbs.

### Grafiek 10 Relatief belang indirect vastgoed

Percentage van zakelijk vastgoed, institutionele beleggers



Bron: cbs.

Ondanks de verslechterde situatie op de commerciële vastgoedmarkt lijken de financiële stabiliteitsrisico's vooralsnog beperkt. Hierbij speelt dat de belangrijkste exposures op de sector niet zijn geconcentreerd bij het bankwezen. Vooral institutionele beleggers hebben omvangrijke uitzettingen en zijn daardoor gevoelig voor prijsdalingen op de zakelijke onroerendgoedmarkt. In het geval van pensioenfondsen zou dit – vooral in combinatie met andere beleggingsverliezen – de reële economie kunnen treffen indien premies moeten worden verhoogd of de indexering van uitkeringen moet worden losgelaten. Hierbij moet overigens worden bedacht dat inmiddels een substantiële correctie heeft plaatsgevonden. Bovendien impliceert het cyclische karakter van de vastgoedmarkt dat deze bij economisch herstel ook weer snel kan aantrekken.