

# Financiële stabiliteit

*De voorwaarden voor financiële stabiliteit worden beïnvloed door zeer ruime liquiditeitsverhoudingen, de hoge economische groei in de Verenigde Staten (vs) en de daarmee samenhangende verwachting dat de rente zal stijgen. Tegen deze achtergrond is in het tweede kwartaal de dollar geapprecieerd, de kapitaalmarktrente flink opgelopen en het herstel van aandelenkoersen tot stilstand gekomen. Vooral nog profiteren banken en bedrijven van de gunstige financiële omstandigheden en zijn hun winsten en balansposities verder verbeterd. Als gevolg van de overvloedige liquiditeit lijken echter onevenwichtigheden te zijn ontstaan, die bij een rentestijging een neerwaarts risico inhouden voor de financiële stabiliteit. Mogelijke onevenwichtigheden zijn geconcentreerd op de markten voor bedrijfs- en opkomendelandenobligaties. De laatste lijken het meest gevoelig voor een rentestijging. Hoewel sommige financiële marktpartijen kwetsbaar zijn door toegenomen vreemd vermogenfinanciering, worden de renterisico's van Nederlandse banken, pensioenfondsen en verzekeraars beperkt door hun gematigde risicogeneigdheid en adequate renterisicobeheer.*

## Recente ontwikkelingen

*Neerwaartse risico's vanuit de macro-economische omgeving*  
De mondiale economische groei wint steeds meer aan kracht, aangedreven door de vs en de opkomende economieën in Azië. De afgelopen maanden is het optimisme over de Amerikaanse economie verder toegenomen onder invloed van de aantrekkende arbeidsmarkt; al vormt de recent sterk gestegen olieprijs een neerwaarts risico voor de conjunctuurvooruitzichten. Het imf voorspelt dat de groei in het eurogebied (1,7%) en in Nederland (1,0%) ook dit jaar achterblijft bij die in de vs (4,6%). Tegen deze achtergrond blijft het Amerikaanse lopende rekeningtekort met ruim 4% bbp hoog, hetgeen een voortdurend risico inhoudt voor de financiële stabiliteit. Onzekerheid bestaat over de timing van de tekortaanpassing, die door de verder verbeterde vooruitzichten voor de Amerikaanse economie voorlopig wordt uitgesteld. De bereidheid van buitenlandse beleggers om het lopenderekoningtekort te financieren is in het eerste kwartaal weer toegenomen. De netto instroom van buitenlandse beleggingen verdubbelde ten opzichte van dezelfde periode in 2003, waarbij de beleggingen in bedrijfsobligaties gedurende de eerste maanden van 2004 stegen.

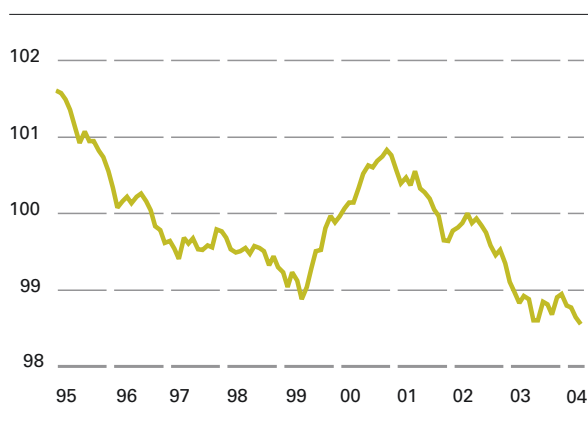
De belangstelling voor bedrijfsobligaties houdt verband met de verbeterende financiële positie van bedrijven. De winstgevendheid van Amerikaanse bedrijven

stijgt dit jaar volgens marktverwachtingen met circa 20% opnieuw flink dankzij een sterke arbeidsproductiviteitsgroei, voortdurende kostenbesparingen en vooral dit jaar een aantrekkende omzetgroei. De winsten van Europese bedrijven nemen dit jaar naar verwachting met 15 tot 20% toe. Door de stevige winstgroei kunnen bedrijven hun nog altijd hoge schulden (in Nederland ruim 110% bbp) saneren en hun balansposities versterken. In landen waar de balansherstructurering het verst is gevorderd, zoals in de vs, is de kredietkwaliteit van bedrijfsleningen substantieel verbeterd. Deze positieve ontwikkelingen worden ondersteund door de zeer ruime financieringsmogelijkheden. Dankzij de stijging van beurskoersen, de lage rente en de daling van risicopremies zijn de financiële condities zelfs gunstiger dan op het hoogtepunt van de beurshausse eind jaren negentig (grafiek 1). Een eventuele omslag in deze situatie, bijvoorbeeld als gevolg van een stijgende rente, vormt een neerwaarts risico voor de financiële stabiliteit. Zo zijn onder invloed van de toegenomen verwachting dat de Amerikaanse beleidsrente wordt verhoogd de financiële voorwaarden voor debiteuren met een hoog risicoprofiel sinds april verslechterd (zie verder in dit hoofdstuk).

Ondanks de lage rente kampt een toenemend aantal Nederlandse gezinnen met betalingsproblemen. Indicaties hiervoor zijn het oplopen van het aantal schuldsaneringen, met 11% in 2003, en van betalingsachterstanden op hypotheek met een Nationale Hypotheek Garantie, met 56% tot een aantal van 323 in het eerste kwartaal van dit jaar. Dit tegen de achtergrond van het trage conjunctuurherstel in Nederland en de snelle toename van de werkloosheid. Hoewel snel

## Grafiek 1 Financiële condities eurogebied

Index, gemiddelde over periode 1995-2002 = 100



Toelichting: Een stijging van de index betekent verkrapping van de financiële condities ten opzichte van de basisperiode.

Bron: eigen berekeningen op basis van Goldman Sachs' Financial Conditions Index.

stijgend, zijn de betalingsproblemen op macroniveau beperkt in omvang, waardoor de consequenties voor de kwaliteit van de leningenportefeuilles van banken en verzekeraars beperkt blijven.

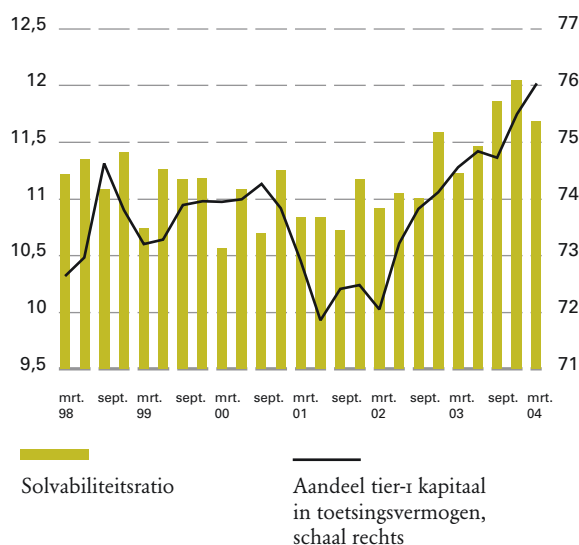
#### Ontwikkelingen op financiële markten

Op de valutamarkten was het herstel van de dollar sinds maart opvallend; de eurodollarkoers bereikte medio mei het hoogste niveau in zes maanden. Het dollarherstel kan deels worden toegeschreven aan betere vooruitzichten voor de Amerikaanse economie en, daarmee samenhangend, toegenomen verwachtingen dat de Fed dit jaar de beleidsrente verhoogt. De appreciatie van de dollar werd versterkt door de positionering van marktpartijen. Door het grote aantal short-posities werd relatief sterk gereageerd op het positieve dollarsentiment, omdat veel marktpartijen gedwongen werden hun posities te sluiten. De aantrekkelijkheid van zogenoemde 'carry trades' (waarbij tegen korte rentes wordt geleend en belegd in langlopende en soms risicovolle obligaties, of wordt geleend in laagrentende valuta's en belegd in hoogrentende valuta's) is op de valutamarkt sterk afgenomen. De naar verwachting kleiner wordende renteopslag weegt voor veel partijen niet meer op tegen het (dollar-) wisselkoersrisico.

Ook de obligatiemarkten zijn zeer gespist op tekenen dat de centrale banken het monetaire beleid zullen verkrappen, waarbij scherp wordt gelet op de kracht van de economische groei en de arbeidsmarkt in de vs. Dit verklaart de heftige reacties op de Amerikaanse werkgelegenheidscijfers. Begin maart leidde een tegenvallend cijfer tot een scherpe daling van de kapitaalmarktrentes, maar op de onverwacht sterke werkgelegenheidsontwikkeling die in april en mei bekend werd volgde een scherpe rentestijging. De verwachting van een renteverhoging door de Fed is versterkt door meerdere signalen van hoge economische groei in de vs en een oplopende inflatie. Hierdoor steeg de tienjaarsrente tussen eind maart en medio mei met ruim 100 basispunten. Deze beweging ging gepaard met een geleidelijk oplopende verwachte volatiliteit op de obligatiemarkten. In het afgelopen kwartaal waren er geen aanwijzingen voor grote hedging activiteit (afdekking van renterisico) door beleggers in de secundaire hypotheekmarkt. Overigens lijkt in de vs de rol van de us-agencies bij beleggingen in 'mortgage-backed securities' te zijn afgenomen ten gunste van commerciële banken, die gedurende de economische neergang hierin meer zijn gaan beleggen vanwege de geringe kredietvraag van bedrijven. Hierdoor is de invloed van hedging gedrag op de Amerikaanse vastrentende markten in zekere zin onvoorspelbaarder

#### Grafiek 2 Solvabiliteit en aandeel tier-1 kapitaal in toetsingsvermogen

Procenten



Bron: dnb.

geworden. Niet alleen is het aantal partijen toegenomen, de meeste partijen zijn bovendien aanzienlijk minder transparant dan de agencies bij hun afdeckingsbeleid.

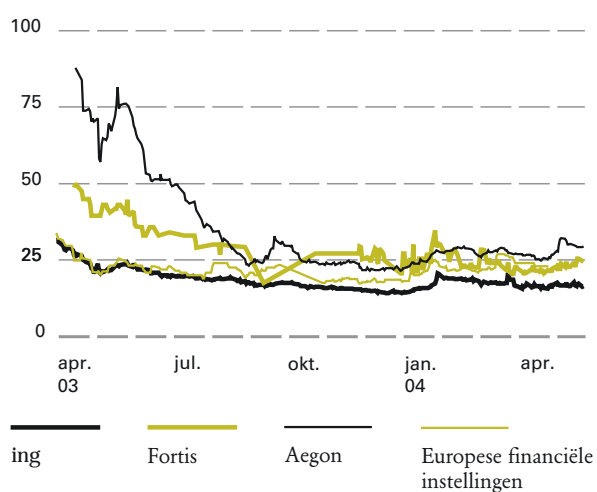
In het tweede kwartaal is een einde gekomen aan de koersrally op de aandelenmarkten. De tegenvallende werkgelegenheidscijfers en de aanslagen in Madrid in maart kwamen hard aan in de markt. Dit kwam tot uiting in dalende koersen en toegenomen onzekerheid, zoals bleek uit een scherpe stijging van de verwachte volatiliteit. Beleggers werden zich meer bewust van de kwetsbaarheid van de huidige koersniveaus. De koersverliezen op de meeste aandelenmarkten werden aanvankelijk weer goedge maakt, maar gedurende het tweede kwartaal kreeg de vrees voor een renteverhoging de overhand en daalden de belangrijkste indices tot de laagste niveaus van dit jaar. De koersdalingen hielden ook verband met de forse stijging van de olieprijs, die de winsten van bedrijven kan aantasten. De Aziatische beurzen stonden in het bijzonder onder druk, omdat beleggers zich zorgen maken over de gevolgen van de afkoelingsmaatregelen van de Chinese overheid voor de economieën in de regio.

#### Ontwikkelingen bij Nederlandse financiële instellingen

De winstgevendheid van het Nederlandse bankwezen is in het eerste kwartaal opnieuw sterk verbeterd. Het bedrijfsresultaat na belastingen steeg met 84% ten opzichte van dezelfde periode in 2003, dankzij aan-

**Grafiek 3 Risicopremies Nederlandse verzekeraars**

Credit default swap spread in procentpunten



Bron: Bloomberg en JP Morgan.

zienlijk hogere netto-rentebaten en niet-rentebaten en een verdere afname van de toevoegingen aan de voorzieningen (zie ook hoofdstuk 'Actuele ontwikkelingen in het toezicht', elders in dit Kwartaalbericht). Hierdoor maakte het rendement op het vermogen (de rentabiliteit) een sprong van 11,7% eind 2003 naar 15,4% in het eerste kwartaal. Ook het toetsingsvermogen steeg doordat de banken hun kernkapitaal, bestaande uit het aandelenkapitaal, reserves en ingehouden winsten, fors wisten te versterken. Daarbij bleven de overige, kwalitatief mindere kapitaalsoorten stabiel, waardoor de kwaliteit van de kapitaalsbasis verbeterde (grafiek 2). Dit kwam echter niet tot uitdrukking in een verdere stijging van de solvabiliteitsratio. Deze verhouding tussen kapitaal en risicogewogen activa daalde in het eerste kwartaal licht naar 11,7%, omdat de risicogewogen activa sterker groeide dan het toetsingsvermogen (grafiek 2). De solvabiliteitsratio blijft daarmee ruim boven het Bazelse vereiste minimumpercentage van 8%, waarmee de Nederlandse banken over voldoende financiële buffers beschikken om eventuele schokken te weerstaan.

De financiële positie van verzekeringsmaatschappijen is het afgelopen jaar verbeterd. De gezamenlijke netto winst van de drie grootste Nederlandse verzekeraars steeg in 2003 met eur 1,8 miljard tot eur 5,7 miljard, terwijl hun solvabiliteitsratio's toenamen. In overeenstemming hiermee daalden de risicopremies op hun obligaties, maar gedurende dit jaar liepen ze weer iets op, mede onder invloed van de dalende beurskoersen in het tweede kwartaal (grafiek 3). Verzekeraars zijn gevoelig voor aandelenfluctuaties omdat hun markt-

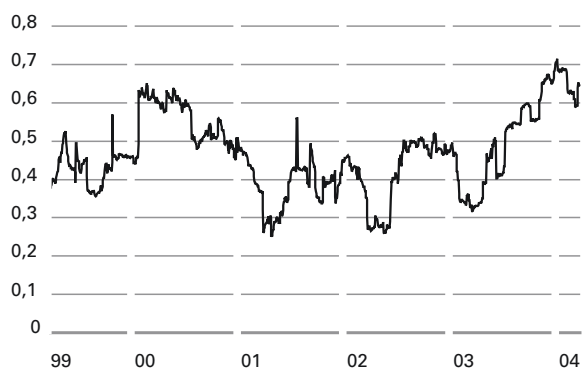
waarde en hun beleggingsresultaten samenhangen met beursontwikkelingen. Ook de vermogenspositie van pensioenfondsen is verder verbeterd. Eind 2003 was de gemiddelde dekkingsgraad toegenomen tot 111%, ten opzichte van 105% eind maart 2003. Daarbij is het aantal fondsen in onderdekking afgenomen. Om bestand te zijn tegen eventuele nieuwe schokken zullen pensioenfondsen hun solvabiliteit verder moeten versterken.

**Achtergrond van gunstige financieringsvoorwaarden***Overliquiditeit en risicogeneidheid*

Kenmerkend voor de financiële omstandigheden in het afgelopen jaar was dat ze over de hele linie gunstig waren onder invloed van gemeenschappelijke macrofactoren. Een aanwijzing daarvoor is de hoge correlatie tussen risicopremies, die begin 2004 piekte (grafiek 4). Twee dominante gemeenschappelijke factoren, die onderling samenhangen, zijn de risicogeneidheid van beleggers en het surplus aan liquiditeit. Het liquiditeitsoverschot werd opgebouwd in de achterliggende beurscrisis, toen de risicoafkeer groot was en middelen bij voorkeur liquide werden aangehouden. De gederfde renteopbrengsten daarvan waren gering dankzij de lage rente. Na de reeks verlagingen tussen 2001 en 2003 bleef de beleidsrente, met name in de vs, op een zeer laag niveau (de reële rente werd zelfs negatief). Dit heeft geleid tot zeer ruime liquiditeitsverhoudingen. De overliquiditeit, gemeten als het cumulatieve verschil tussen de werkelijke geldgroei en de referentiewaarde, was medio 2003 in het eurogebied opgelopen tot naar schat-

**Grafiek 4 Samenhang tussen risicopremies obligaties diverse bedrijfssectoren**

Correlatiecoëfficiënt op basis van voortschrijdende perioden van 60 dagen en 10 sectoren



Bron: Eigen berekening op basis van JP Morgan.

ting ruim 9% van de brede geldhoeveelheid en lag in de vs eveneens op een hoog niveau.

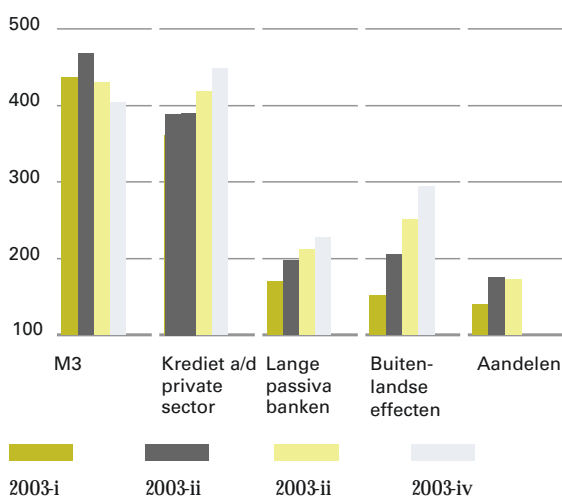
Sinds medio 2003 is het liquiditeitsruimte geleidelijk richting langlopende deposito's en aandelen en obligaties gestroomd (grafiek 5). Deze portefeuilleaanpassingen werden gemotiveerd door de jacht op rendement ('search for yield'). Om voldoende rendement te halen bij de ongewoon lage korte renteniveaus gingen beleggers op zoek naar langerlopende obligaties – waardoor ook de rente hierop daalde – en risicovollere activa. Dit werd aangewakkerd door een stijgende risicotolerantie. De onzekerheid op de aandelenmarkt bereikte in februari 2004, volgens de verwachte volatiliteit van de Amerikaanse s&p-aandelenindex, het laagste niveau sinds 1996. Dit ging gepaard met afnemende risicopremies en een ruime beschikbaarheid van financiering, ook voor minder kredietwaardige opkomende markten en bedrijven. Hierdoor werd een zich zelfversterkend mechanisme in gang gezet, waarbij de verbetering van fundamentals de risicogeneidheid aanzwengelde. De afgelopen maanden is het vertrouwen van beleggers echter weer afgenomen onder invloed van de verwachting dat de rente zal stijgen, hogere olieprijsen en de dreiging van terrorisme (grafiek 6).

#### Accumulatie van deviezenreserves

Een andere macrofactor achter de uitbundige financieringsomstandigheden was het valutabeleid van een aan-

### Grafiek 5 Liquiditeitsstroom eurogebied

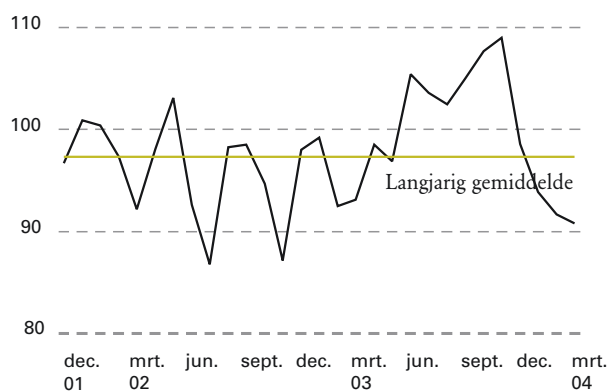
eur miljard, jaarsommen



Opmerking: Aandelen- en obligatiestatistieken zijn afkomstig uit de betalingsbalans en financiële rekeningen en niet volledig vergelijkbaar met monetaire statistieken. Een toename van de buitenlandse effecten is een uitstroom uit het eurogebied.  
Bron: ecb.

### Grafiek 6 Beleggersvertrouwen

Vertrouwenindex (ici) gebaseerd op wereldwijde aandelentransacties



Toelichting: Stijging index betekent een toenemende risicotolerantie.  
Bron: State Street.

tal Aziatische landen die een stabiele wisselkoers nastreven ten opzichte van de dollar. Hiertoe verkochten ze hun eigen valuta om dollars te kopen. Dit heeft tot een enorme accumulatie van de mondiale deviezenreserves geleid, welke eind 2003 voor bijna tweederde in Aziatische handen waren (grafiek 7). Er zijn aanwijzingen dat de interventieactiviteiten de laatste maanden zijn verminderd; zo maakten de Japanse autoriteiten bekend dat zij in april niet hebben geïntervenieerd.

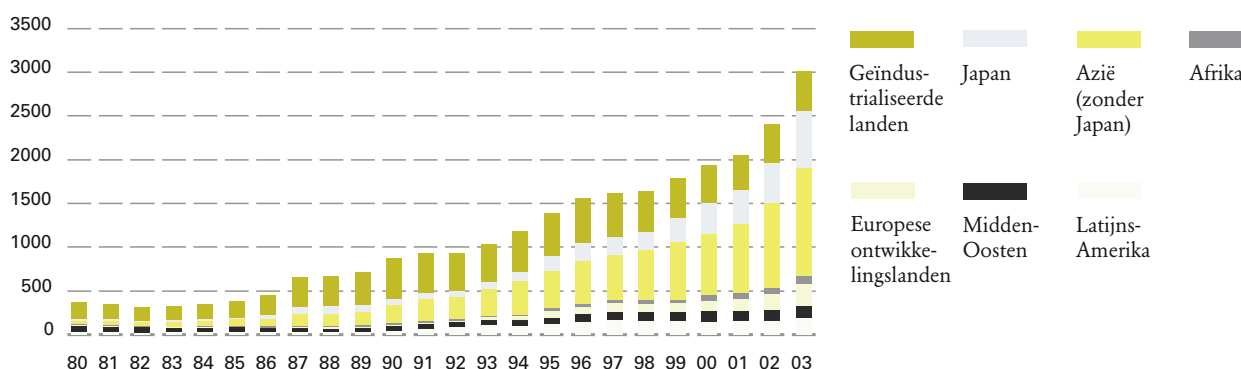
De betrokken centrale banken beteugelen de potentiële geldgroei van de interventies door uitgifte van obligaties (sterilisatie). Onvolledige sterilisatie kan tot een overmatige binnenlandse liquiditeit- en kredietexpansie leiden, hetgeen blijkt in China, waar de kredietverlening snel stijgt (circa 20% in het eerste kwartaal van 2004). Ook gesteriliseerde valuta-interventies kunnen de financiële situatie verruimen door een mondiale herverdeling van liquiditeit. Zo is de deviezenaanname in Azië sinds 2001 bijna volledig belegd in de vs, waarmee in de Amerikaanse financieringsbehoefte werd voorzien. Dit oefende een neerwaartse druk uit op de Amerikaanse rente.

### Onevenwichtigheden op vermogensmarkten

Door ruime liquiditeitsverhoudingen en een hoge risicogeneidheid bestaat het gevaar dat onevenwichtigheden worden opgebouwd op vermogensmarkten, door overmatige investeringen die niet in verhouding staan tot de fundamentals. Als schuldverhoudingen navenant stijgen ('leverage'), neemt het risico van schoksgewijze correcties toe. Schulden kunnen bij dalende vermogens-

## Grafiek 7 Mondiale valutareserves

usd miljard



Bron: imf.

prijzen namelijk leiden tot liquiditeitsproblemen en gedwongen verkopen van activa. Nagegaan wordt of dergelijke risico's momenteel aanwezig zijn en wat de rol van Nederlandse financiële instellingen hierbij is.

### *Onevenwichtigheden door bankleningen*

Een belangrijk potentieel kanaal voor de allocatie van liquiditeit is de kredietverlening door banken, die de afgelopen kwartalen is gestegen (grafiek 5). De ontwikkelingen bij Nederlandse banken geven aan dat dit niet is veroorzaakt door hun toegenomen risicogeneïghheid, de groei van leningen met een hoger risicoprofiel is gematigd. Zo blijft de toename van de kredietverlening aan bedrijven beperkt (4,6% in 2003) en zijn de uitzettingen van Nederlandse banken op risicovolle landen gedaald tot het laagste niveau in vier jaar (grafiek 8). Verder blijft het uitstaande bedrag aan bancaire kredietfaciliteiten en garanties beperkt in vergelijking met eerdere jaren en zijn de leenvoorwaarden voor bedrijven enigszins verder aangescherpt. Daarentegen stijgt de minder risicovolle hypothecaire kredietverlening uitbundig (gecorrigeerd voor securitisatie 11% in 2003). Dit heeft de afgelopen drie jaar echter niet geleid tot een overmatige stijging van woningprijzen. De verhouding tussen Nederlandse huizenprijzen en beschikbare inkomens, een waarderingsmaatstaf voor de woningmarkt, is sinds 2001 stabiel (grafiek 9). Het lage niveau van de hypotheekrente was mogelijk in de jaren daarvoor al verwerkt in hogere huizenprijzen, waarvan de groei de laatste jaren is gedempt door de economische neergang. In landen met een gunstiger conjunctuurbeeld, zoals het Verenigd Koninkrijk, is de recente ontwikkeling van huizenprijzen minder evenwichtig. In Nederland heeft de hoge hypotheekgroei, net als in andere landen, ech-

ter wel de schulden van gezinnen opgedreven. Het zeer hoge schuldniveau (ruim 105% bbp eind 2003) vormt een potentieel risico voor de stabiliteit van financiële instellingen (zie onder).

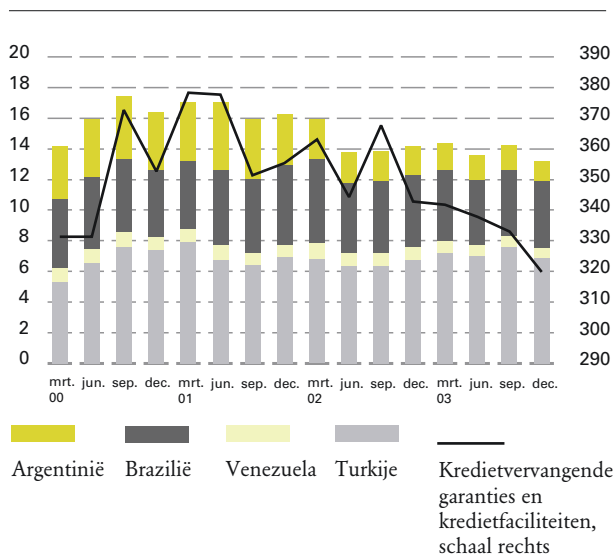
### *Onevenwichtigheden op financiële markten*

Een overvloedige liquiditeit kan ook op financiële markten onevenwichtigheden creëren. Op de markt voor overheidsobligaties was de kapitaalmarktrente, met name in de vs, tot voor kort ongewoon laag voor een situatie van hoge groei. Door de stijging van de Amerikaanse tienjaarsrente sinds eind maart ligt de rentevoet dichterbij de economische fundamentals, zoals de verwachte nominale bbp-groei in de komende tien jaar (circa 5,5%).

De 'search for yield' heeft grote invloed gehad op de risicopremies van opkomende markten. Spreads waren begin dit jaar gedaald tot het niveau van voor de Azië- en de Ruslandcrisis (1997-1998); vooral de daling van Latijns-Amerikaanse risicopremies was spectaculair. Gedeeltelijk volgde dit uit de verbetering van de fundamentals, tot uiting komend in de opwaardering van kredietratings van opkomende markten, van gemiddeld 'single b' naar 'double b' sinds 2001. Tegen deze achtergrond steeg de kapitaalinstroom naar de opkomende markten sterk. In 2003 nam de obligatieuitgifte met 60% toe ten opzichte van 2002. In de eerste maanden van dit jaar expandeerde de emissieactiviteit verder. Het is de vraag hoe evenwichtig deze schuldoptname was gegeven de overvloedige liquiditeit en de zeer lage risicopremies. Modelsimulaties van dnb indiceerden begin dit jaar dat voor opkomende landen met een grote financieringsafhankelijkheid de risicopremies te laag waren gegeven de fundamentals,

**Grafiek 8 Uitzettingen Nederlandse banken op opkomende economieën en kredietfaciliteiten en garanties**

eur miljard



Bron: dnb.

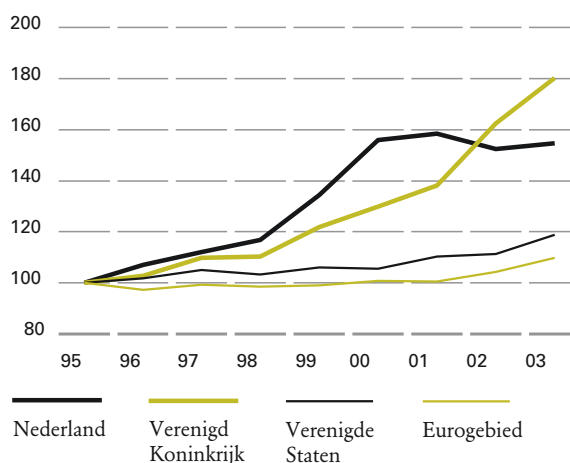
hetgeen duidde op overwaardering van opkomende landenobligaties.

Ook bij bedrijven kwam het optimisme van beleggers en de sterke daling van de risicopremies (nog) niet tot uitdrukking in een navenante verbetering van de fundamentals (grafiek 10). Balansherstructurering en winstherstel hebben de kredietkwaliteit van bedrijven weliswaar verbeterd, maar verbetering in de verhouding tussen af- en opwaardering van kredietratings is pas zichtbaar sinds het vierde kwartaal van 2003. Ze was bovendien veel minder pregnant dan de daling van de spreads. De gunstige financieringsvoorwaarden gingen echter niet gepaard met een expansieve schuldoptname. Nederlandse niet-financiële bedrijven hebben sinds 2002 per saldo afgelost op obligaties omdat het merendeel van de nieuwe financiering is bedoeld voor schulderstructurering.

De hoge risicotolerantie en de lage rente hebben ook invloed gehad op de aandelenbeurzen, waar de koersgemiddelden sinds het dieptepunt in maart 2003 met tientallen procenten zijn gestegen. Het beursherstel lijkt echter niet te hebben geleid tot substantiële overwaardering. Verschillende waarderingsmaatstaven, zoals het dividend discountmodel en koers-winstverhoudingen, indiceren dat de beurskoersen in Europa en Nederland dichtbij hun fundamentele waarde liggen. Amerikaanse beurskoersen zijn hoger gewaardeerd,

**Grafiek 9 Waardering huizenmarkt**

Huizenprijs als percentage van besteedbaar inkomen, index, 1995=100



Bron: oeso, ecb.

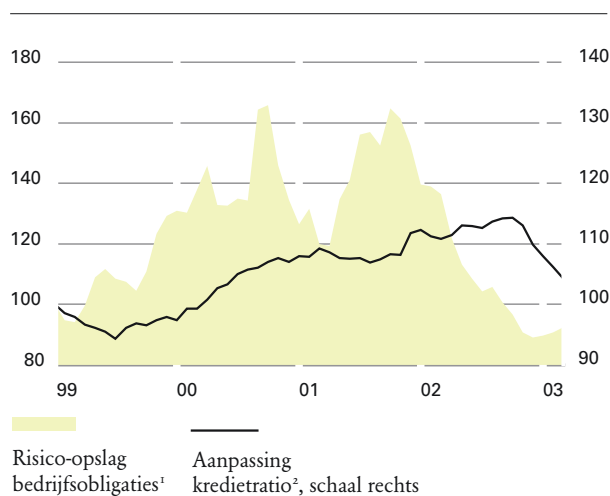
maar deze mogelijke overwaardering is ontstaan voor de periode van de 'search for yield' in 2003 en 2004.

#### *Leverage op financiële markten*

Door de jacht op rendement is de 'leverage' op de financiële markten fors gestegen. Op de obligatiemarkt zijn verschillende financiële instellingen en hedge fondsen op grote schaal 'carry trades' aangegaan. Ook sommige niet-financiële bedrijven nemen dergelijke posities in, door verplichtingen met een vaste lange rente via swaps te ruilen voor verplichtingen met een korte variabele rente. Door de bijzonder steile rentecurve zijn 'carry trades' zeer aantrekkelijk en in de afgelopen jaren zijn deze posities dan ook sterk toegenomen (grafiek 11). Op de aandelenmarkt bestaat bij sommige marktpartijen eveneens de neiging tot vreemd vermogenfinanciering, door te lenen op basis van onderpand om te beleggen in aandelen. Deze posities blijven echter beperkt ten opzichte van die tijdens de beurshausse in 1999-2000. Een laatste aanwijzing voor grotere 'leveraging' op de financiële markten is de toegenomen instroom in hedge fondsen. Zowel het aantal hedge fondsen als de beschikbare hoeveelheid kapitaal is sinds 2003 sterk gestegen. Daarbij is de gemiddelde 'leverage' van hedge fondsen geleidelijk toegenomen, al is deze nog aanzienlijk lager dan voor de ITCM-crisis, toen door overmatige posities in hedge fondsen een liquiditeitscrisis dreigde. Overigens bemoeilijkt gebrekkig inzicht in de concentratie van hedge fondsposities de inschatting van mogelijke systeemconsequenties.

## Grafiek 10 Kredietratings en risico-opslag Europese bedrijven

Index, begin 2000=100



<sup>1</sup> Risico-opslag is het verschil tussen rentes op bbb en aaa obligaties.

<sup>2</sup> De kredietratio is het saldo van downgrades minus upgrades gedeeld door het aantal bedrijven met een kredietrating.

Bron: msci en Moodys Investor Service.

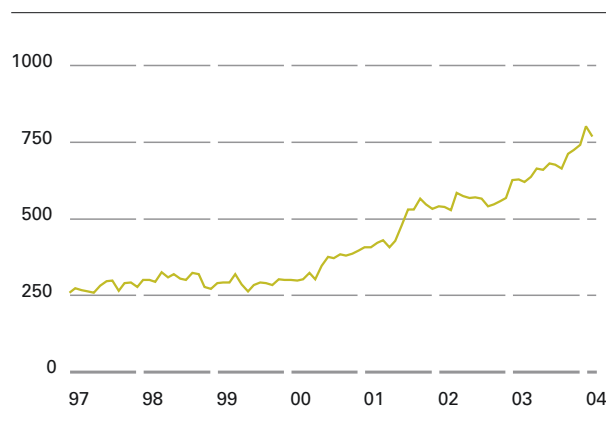
### Marktrisico's van Nederlandse financiële instellingen

De omvang van de bancaire exposures op de financiële markten blijkt uit de Value-at-Risk (var), dat het maximumverlies indiceert op handelsposities als gevolg van fluctuaties van marktprijzen. Er zijn aanwijzingen dat var-posities bij sommige instellingen in het buitenland zijn toegenomen. Bij de Nederlandse grootbanken is recent echter een daling opgetreden, hetgeen strookt met hun beperkte risicogeneidheid en suggereert dat de banken minder gevoelig zijn geworden voor marktrisico's. Een kanttekening hierbij is dat de volatiliteit op de financiële markten, één van de factoren in de var-berekeningen, ook is afgenomen. Hierdoor kunnen grotere posities worden ingenomen zonder over de var-limieten heen te gaan en zouden verliezen in stresssituaties kunnen worden onderschat.

De risicogeneidheid van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars is eveneens gematigd gebleven, onder andere door solvabiliteitsbeperkingen. De meeste instellingen hebben vastgehouden aan hun strategische beleggingsmix. Het toegenomen gewicht van aandelen in de beleggingsportefeuilles gedurende 2003 (van gemiddeld 40% tot 44%) betrof voornamelijk een waarde-effect door de stijging van beurskoersen. Het aandeel van beleggingen in bedrijfsobligaties bleef stabiel. Deze en andere beleggingen in kredietrisico vertegenwoordigen bij de grote instellingen ongeveer 20% van de totale activa en hebben voor het leeuwendeel een hoge kredietkwaliteit.

## Grafiek 11 Indicator voor 'carry trades'

Netto repotransacties in usd miljard



Bron: bis.

### Risico's bij omslag renteklimaat

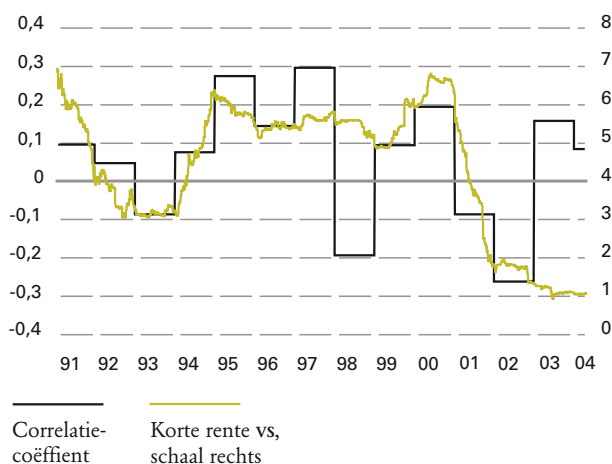
Gezien de opbouw van onevenwichtigheden op bepaalde vermogensmarkten en de gestegen 'leverage' van verschillende marktpartijen kan een overgangssituatie naar een neutraler renteniveau gepaard gaan met neerwaartse risico's. Deze zullen groter zijn als een rentestijging zou worden veroorzaakt door het opdrogen van kapitaalstromen naar de vs, dan door een hoge economische groei. In het eerste scenario kan een schoksgewijze dollardepreciatie optreden met stijgende risicopremies en dalende vermogensprijzen. In het tweede scenario kunnen de negatieve rente-effecten worden gecompenseerd door positieve conjunctuureffecten. Recente ontwikkelingen wijzen erop dat het tweede scenario – althans voor de vs – waarschijnlijker is. In het eurogebied zou de kapitaalmarktrente door portefeuilleaanpassingen eveneens kunnen stijgen, maar conjunctuureffecten zullen minder compensatie bieden omdat het economische herstel hier minder ver is gevorderd dan in de vs. In ieder rentescenario blijven evenwel risico's bestaan voor opkomende markten, bedrijven, financiële instellingen en huishoudens, welke hieronder worden besproken.

### Renterisico's opkomende markten en bedrijven

De financieringsvoorwaarden voor opkomende markten zijn relatief gevoelig voor de Amerikaanse renteontwikkelingen. Zo nam in eerdere perioden van een stijgende rente (1994 en 1999-2000) de samenhang tussen credit spreads en de rente toe (grafiek 12). Bij een hogere rente stijgt de schuldendienst van opkomende economieën en wordt herfinanciering duurder. In over-

### Grafiek 12 Samenhang risicopremies opkomende markten en rente vs

Correlatiecoëfficiënt per jaar tussen driemaandsrente vs en embi-spread, percentage



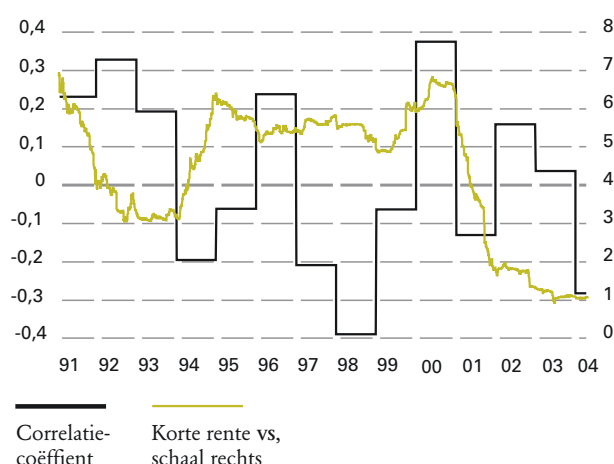
Bron: Eigen berekeningen en Datastream.

eenstemming hiermee lopen de risicopremies van opkomende markten sinds april weer op, onder invloed van de toegenomen verwachting dat de rente zal stijgen. Het is niet gezegd dat een rentestijging zal leiden tot oplopende bedrijfsobligatiespreads. De rentestijging in 1994 ging bijvoorbeeld gepaard met een daling van credit spreads (grafiek 13). Empirisch onderzoek duidt ook op een negatieve samenhang.<sup>1</sup> Een mogelijke verklaring hiervoor is het aantrekken van de conjunctuur, die meestal samengaat met een rentestijging. Toenemende bedrijfswinsten compenseren dan de eventuele hogere rentelasten en ondersteunen de risicotolerantie van obligatiebeleggers. Bedrijven met hoge schulden (die high yield-obligaties uitgeven) blijven echter kwetsbaar voor een omslag in het renteklimaat, hetgeen blijkt uit de recente verslechtering van hun financiële omstandigheden. Zo zijn in mei de spreads op high yield-bedrijfsobligaties met circa 100 basispunten opgelopen.

Hoewel bij oplopende spreads de gevolgen voor individuele bedrijven en landen groot kunnen zijn, worden de risico's voor het mondiale financiële systeem beperkt doordat de hoogrisicomarkten, in vergelijking met de Amerikaanse en Europese staatsobligatiemarkten, een beperkte omvang hebben. De stabiliteit van de meeste institutionele beleggers zal door verliezen op high yield-fondsen waarschijnlijk niet in het geding komen, omdat zij meestal slechts een klein deel van hun portefeuille hierin beleggen. Ook voor systeemrelevante banken zijn high yield-exposures onder-

### Grafiek 13 Samenhang risicopremies bedrijfsobligaties en rente vs

Correlatiecoëfficiënt per jaar tussen driemaandsrente vs en spread op Baa obligaties, percentage



Bron: Eigen berekeningen en Datastream.

deel van een veel bredere portefeuille, maar niet uit te sluiten valt dat een aantal banken in het buitenland op deze markten zeer actief is. Ten slotte hebben hedge fondsen en 'dedicated fondsen' hun exposures meestal vrij sterk geconcentreerd in één marktsegment. Een plotselinge schok op een deelmarkt (opkomende markten, high yield-bedrijfsobligaties) zou daarom grote gevolgen kunnen hebben voor dergelijke beleggers.

#### *Risico's door leveraging*

Door de toegenomen 'leverage' op financiële markten bestaat het risico dat bij een renteverhoging de stijging van spreads en de volatiliteit op de obligatiemarkten worden versterkt. Bij een stijging van de korte rente worden op de 'carry trades' verliezen geleden. Partijen zullen op dat moment hun positie sluiten en omdat veelal dezelfde posities zijn ingenomen zal dit waarschijnlijk massaal worden gedaan. Dit was bijvoorbeeld het geval in 1994, toen de korte rente in twaalf maanden tijd verdubbelde en 'carry trades' en posities in high yield-obligaties op grote schaal werden teruggedraaid. Hierdoor stegen de rentevolatiliteit en de risicopremies op opkomende markten sterk. De recente stijging van spreads op opkomende landenobligaties en high yield-bedrijfsobligaties lijkt eveneens samen te hangen met het afwikkelen van 'carry trades' door beleggers die anticiperen op een rentestijging.



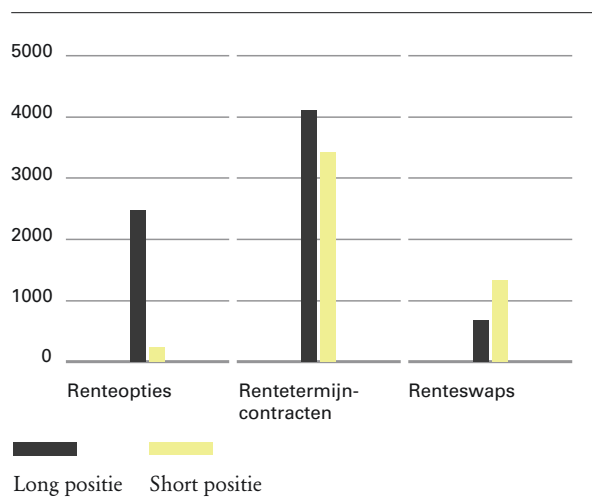
*Renterisico's van banken*

Banken zijn van nature gevoelig voor renterisico vanwege hun rentetypische looptijdenmismatch, samenhangend met de transformatie van kortlopende middelen (zoals deposito's en spaargelden) in langlopende uitzettingen. Hierdoor werkt een hogere rente in principe sterker door in de waarde van de activa dan van de passiva waardoor het eigen vermogen daalt. Ook de bancaire inkomsten worden beïnvloed door rentebewegingen, al is het netto effect daarvan moeilijk te voorspellen door de soms tegengestelde effecten. In de eerste plaats worden door de rentetypische looptijdenmismatch de tarieven van passiva sneller aangepast dan die van activa. Hierdoor krimpt bij een renteverhoging de rentemarge, en daarmee de netto rentebaten (het zogenaamde prijseffect, zie ook Kwartaalbericht september 2003, 'Actuele ontwikkelingen in het toezicht'). Overigens wordt dit effect beperkt bij een versteiling van de rentecurve omdat de rentebaten van de langlopende activa dan sterker toenemen dan de rentelasten van de kortlopende passiva. In de tweede plaats kan een rentestijging gepaard gaan met volume-effecten, die zowel negatief (door een afnemende kredietvraag) als positief (door toenemende geneidheid tot kredietverstrekking) inwerken op de rentebaten. Ten slotte beïnvloedt een rentestijging het kredietrisico, door toenemende financieringslasten van bedrijven en gezinnen. Daarbij is voor de Nederlandse banken de invloed op de kredietkwaliteit van woninghypotheken van groot belang, gezien de concentratie van bankleningen hierop (hypotheken vertegenwoordigen ruim 30% van de leningen). De rentegevoeligheid van hypotheken is op korte termijn beperkt door de overwegend lange rentevaste perioden. Deze zijn in het afgelopen jaar verder verlengd; tussen het eerste en het laatste kwartaal van 2003 steeg het aandeel van nieuwe hypotheken met een renteperiode van vijf jaar of langer van 38% naar 57%. Het wanbetalingsrisico zal evenwel toenemen als een rentestijging gepaard zou gaan met oplopende werkloosheid en dalende woningprijzen. Uit een recente analyse van het Financial Stability Forum (fsf) blijkt dat de hiermee samenhangende risico's voor financiële instellingen echter beperkt zijn. Onderzoek van dnb bevestigt deze conclusie voor Nederland.<sup>2</sup> Door een combinatie van schokken zou een stijgend aantal huishoudens in betalingsproblemen kunnen komen, maar het woningonderpand limiteert de eventuele verliezen voor de banken.

Banken beheersen hun renterisico met geavanceerde Asset and Liability (alM)-modellen, waarmee de rentepositie wordt gemeten en limieten hiervoor worden

**Grafiek 14** Posities banken in rente-instrumenten

eur miljard, ultimo 2003



Bron: dnb.

vastgesteld. Daarnaast wordt het renterisico gemanaged door gelijksoortige tegengestelde transacties af te sluiten of door aanpassing van de looptijdenmismatch. Zo lijkt de potentieel vergrootte mismatch, door de recente looptijdverlenging van bedrijfs- en hypotheekleningen, te zijn gecompenseerd door het aantrekken van meer langlopende passiva (grafiek 5). Renterisico wordt ook beheerst met renteswaps, renteopties en rentetermijncontracten. De netto positie in deze rente-instrumenten op portefeuilleniveau bepaalt het uiteindelijke renterisico van de banken. Ultimo 2003 hadden Nederlandse banken een netto lange positie in renteopties en rentetermijncontracten, maar een netto korte positie in renteswaps (grafiek 14). Per saldo resulteerde een lange positie, wat indiceert dat het renterisico voor de banken op deze derivatenposities op dat moment voornamelijk lag besloten in een rentestijging. Overigens was dit een momentopname en kunnen de ingenomen posities sterk fluctueren.

*Renterisico's van pensioenfondsen en levensverzekeraars*

Pensioenfondsen en levensverzekeraars profiteren in principe van een rentestijging. Zo neemt de opbrengst op vastrentende beleggingen toe, waardoor het waarschijnlijk wordt dat (aan polishouders) gegarandeerde rendementen worden behaald. Overigens is een snelle rentestijging en hoge rentevolatiliteit ongunstig voor de verzekeraars omdat hierdoor de waarde toeneemt van de optie van polishouders om hun verzekering af te kopen (zie Kwartaalbericht maart 2003, 'Financiële stabiliteit'). Verder verbetert door een rentestijging de

balanspositie, omdat de marktwaarde van passiva sterker daalt dan die van de activa als gevolg van de negatieve looptijdenmismatch (de looptijd van verplichtingen is langer dan van beleggingen).

Deze mismatch kan worden verkleind door looptijdverlenging van de vastrentende beleggingen. Hiervoor biedt bijvoorbeeld het recent toegenomen aanbod van langlopende obligaties, uitgegeven door banken en bedrijven, en van hypotheeklen met lange renteperioden mogelijkheden. Renterisico's zouden daardoor kunnen verschuiven naar institutionele beleggers, die vanwege hun balansstructuur hierbij een comparatief voordeel hebben, waardoor het financiële systeem als geheel minder rentegevoelig wordt. Overigens zijn Nederlandse levensverzekeraars hun renterisico in het afgelopen jaar scherper gaan beheersen, onder andere via renteswaps. Ook dit adequate renterisicobeheer beperkt, net als bij de banken, de financiële stabiliteitsrisico's van een eventuele rentestijging.

<sup>1</sup> Collin-Dufresne, P., R.S. Goldstein, J.S. Martin, 'The determinants of credit spread changes', *Journal of Finance*, Vol. 56, blz 177-207 en Banco, R., S. Brennan, I.W. Marsh, 'An empirical analysis of the dynamic relationship between investment-grade bonds and credit default swaps', *Documento de Trabajo* no. 0401, Banco de España, 2004.

<sup>2</sup> Persbericht 11e fsf vergadering, maart 2004, [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org) en Van Rooij, M.C.J., Financial vulnerability of mortgagors and mortgagees, *Research Memorandum*, no. 706, De Nederlandsche Bank, oktober 2002.