

# Financiële stabiliteit

*Dit hoofdstuk geeft een overzicht van de financiële stabiliteit in Nederland met een analyse van de belangrijkste ontwikkelingen en risico's voor het financiële systeem. Het is een eerste weerslag van de meer systematische wijze waarop DNB de financiële stabiliteit sinds dit jaar in kaart brengt. De analyse bevestigt dat het Nederlandse financiële systeem stabiel is, ook als rekening wordt gehouden met neerwaartse risico's. Deze blijven in het basisscenario van een geleidelijke rentestijging beperkt, omdat de schuldverhoudingen dan beheersbaar blijven. Dankzij een goede solvabiliteitspositie zijn de banken bestand tegen een stressscenario met een snelle rentestijging of schoksgewijze dalingen van vermogensprijzen. Ondanks het ingezette herstel van hun vermogenspositie blijven de institutionele beleggers kwetsbaar voor nieuwe schokken. Daarbij wordt de positie van de levensverzekeraars beïnvloed door de aanhoudende daling van polisverkopen en van de schadeverzekeraars door de toegenomen verzekering voor eigen rekening. De aanpassingen bij de pensioenfondsen gaan niet gepaard met besmettingsrisico's voor andere financiële instellingen, maar hebben wel invloed op de economie en in potentie op de volatiliteit van de kapitaalmarktrente.*

## Ontwikkelingen in de macro-financiële omgeving

Vanuit de internationale omgeving wordt het Nederlandse financiële systeem beïnvloed door de aanhoudend lage rente. De historisch lage kapitaalmarktrente draagt wereldwijd bij aan de gunstige financieringsomstandigheden voor bedrijven en huishoudens. Dit heeft zich, in combinatie met de snelle groei in opkomend Azië, in 2004 vertaald in een mondiale economische expansie, waarvan Nederland profiteert door een sterke exportgroei. Desondanks blijft de Nederlandse economie achter bij de groei in het eurogebied door het beperkte herstel van de bedrijfsinvesteringen en de stagnerende particuliere consumptie (zie het hoofdstuk 'Nederland in het eurogebied', elders in dit Kwartaalbericht). Daarbij is het consumentenvertrouwen nog relatief laag, onder invloed van onzekerheid over de pensioenen en de werkgelegenheid.

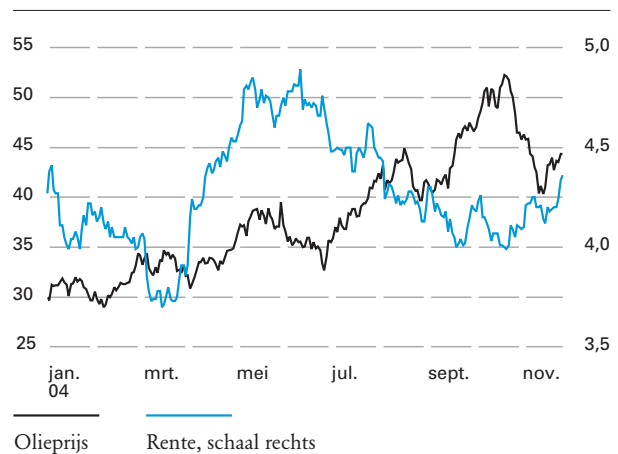
In de meest dynamische wereldregio's lijkt de groei in 2005 af te zwakken. Naar verwachting vertragen de economieën van de vs en China, als gevolg van de monetaire verkraptingen en de gestegen olieprijs. In oktober liep de prijs van ruwe (Brent) olie op tot boven de psychologisch belangrijke vijftig dollargrens. Een scenario van langdurig hoge olieprijsen (wat niet onwaarschijnlijk is gezien de capaciteitsbeperkingen aan de aanbodkant van de oliemarkt) kan leiden tot een

significante groeivertraging (zie het artikel 'De Nederlandse economie in 2004-2006: een voorspelling met MORKMON', elders in dit Kwartaalbericht). De hoge olieprijs kan gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit via de invloed op de kredietwaardigheid van bedrijven, huishoudens en opkomende economieën. De financiële positie van bedrijven, met name in energie-intensieve sectoren zoals transport en chemie, verslechtert als de hogere productiekosten niet kunnen worden doorberekend of vraagtuitval ontstaat. Huishoudens zien hun reële beschikbare inkomen teruglopen, vooral als de olieprijschok zou leiden tot een verder toenemende werkloosheid. Naast deze directe effecten zijn indirecte effecten van dure olie denkbaar op het consumenten- en ondernemersvertrouwen. De kredietwaardigheid van opkomende markten met een relatief energie-intensieve productie, zoals in opkomend Azië, kan verminderen als door de hoge olieprijs de ruilvoet verslechtert. Ten slotte leiden olieprijschokken niet zelden tot hogere risicopremies en correcties op aandelenmarkten. De kwakkelende beurskoersen in de tweede helft van dit jaar suggereren dat beleggers een groeivertraging van de economie en de bedrijfswinsten al hebben ingeprijsd.

Bij marktpartijen overheerst de verwachting dat de dure olie leidt tot een lagere economische groei en voorts nog wordt door hen nauwelijks een stijging voorzien van de inflatie. Dit heeft sinds de zomermaanden een neerwaarts effect op de kapitaalmarktrente (grafiek 1), ofschoon de beleidsrente in de vs sinds juni in vier stappen is verhoogd. Tegen de achtergrond van de hoge olieprijs verwachten marktpartijen dat de beleidsrente slechts geleidelijk zal stijgen. Ook het achterblijven van

## Grafiek 1 Olieprijs en kapitaalmarktrente vs

Brent olieprijs per vat in USD, rente op 10-jaars staatsobligaties in procenten



Bron: Datastream.

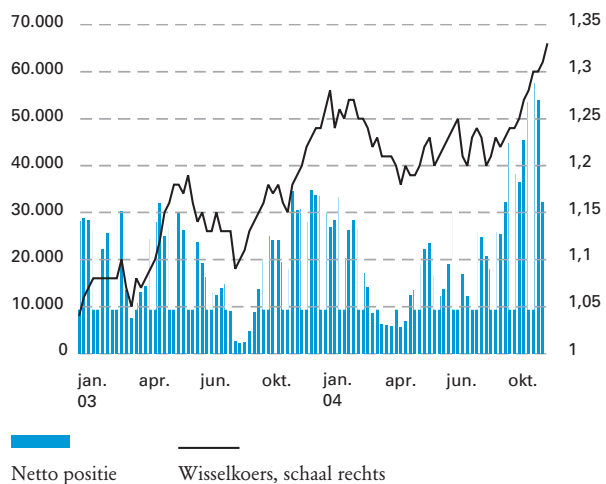
de kredietvraag (met name door bedrijven die ruim in hun liquide middelen zitten), bij een groot mondiaal aanbod van besparingen (samenhangend met onzekerheid bij huishoudens en de valuta-interventies door Aziatische centrale banken) zou de lage kapitaalmarktrente kunnen verklaren.

De overvloed aan liquiditeit, het lage renteniveau en de steile rentecurve in het eurogebied en de vs hebben een grote invloed op de posities van financiële intermediairs en de ontvangers van kapitaal en daarmee op de uitgangssituatie voor de financiële stabiliteit. De lage rente heeft sinds 2003 wereldwijd tot een 'search for yield' geleid, die nog steeds aanhoudt, onder andere door institutionele beleggers die zich moeilijk kunnen aanpassen aan het lage renteniveau. Door de 'search for yield', in combinatie met een hoge risicotolerantie, zou het mogelijk kunnen zijn dat sommige vermogensprijzen niet meer in verhouding staan tot de onderliggende risico's. Zo kan de lage (verwachte) volatiliteit op de aandelenmarkten duiden op een te optimistische inschatting van toekomstige risico's. Hetzelfde is zichtbaar op de obligatiemarkten, waar de risicopremies voor bedrijven en opkomende landen op historisch lage niveaus liggen. Bovendien zijn de schuldverhoudingen ('leverage') van beleggers op de obligatiemarkten hoog. Dit hangt samen met het op grote schaal uitstaan van 'carry trades' (waarbij tegen korte rentes wordt geleend en belegd in langlopende en soms risicovolle obligaties), die zijn gestimuleerd door de steile rentecurve.

Naast ontwikkelingen van de olieprijs en de rente, is ook het beloop van de dollarkoers van belang voor de financiële stabiliteit in Nederland. Vanwege de omvangrijke buitenlandse activiteiten van Nederlandse financiële instellingen en bedrijven hebben wisselkoersbewegingen grote invloed op hun winst- en balansposities. Terwijl de neerwaartse druk op de dollar in de eerste helft van 2004 afnam, door de rentestijging in de vs en de daarmee samenhangende afwikkeling van short-posities, is de dollar in het vierde kwartaal opnieuw verzwakt en bereikte de Amerikaanse munt ten opzichte van de euro een nieuw dieptepunt (grafiek 2). Gedurende het jaar zijn de twijfels over de financiering van het forse Amerikaanse lopende rekeningtekort (ruim 5% bbp) toegenomen, hetgeen zijn weerslag had op de wisselkoers. Sinds 2003 bestaat de netto kapitaalstroom naar de vs geheel uit obligatiebeleggingen en is de netto kapitaalinstroom in directe investeringen en aandelen negatief geworden. Daarbij is ongeveer de helft van de staatsobligaties gekocht door Aziatische centrale banken als onderdeel van hun vaste wisselkoersbeleid. Dit beleid is op termijn niet houdbaar,

## Grafiek 2 Eurodollar wisselkoers

Netto positie (aantal contracten), respectievelijk eurodollar wisselkoers



Bron: Bloomberg.

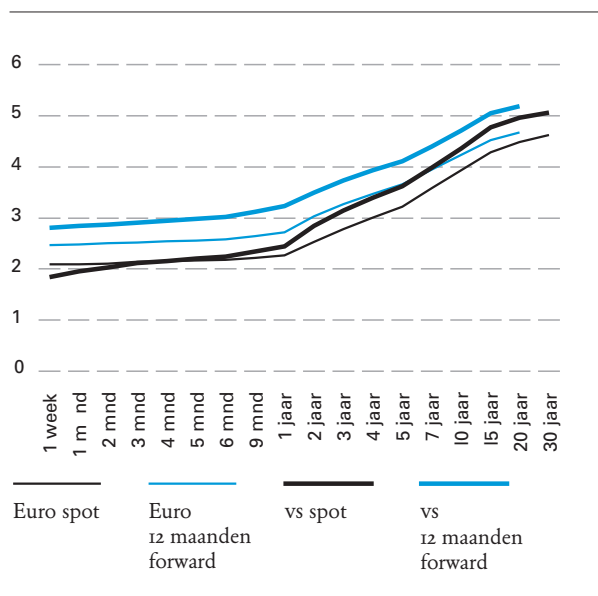
omdat het in Aziatische landen monetaire en financiële onevenwichtigheden in de hand werkt. De aankoop van dollars met de eigen valuta zorgt voor een stijgende binnenlandse geldhoeveelheid en een expanderende kredietverlening. Dit kan leiden tot vermogensprijsinflatie en toenemende risico's in de bankensector. Zo stimuleert het hoge aanbod van liquiditeit investeringen in onrendabele projecten. Een eventueel afnemende financiering van de Amerikaanse overheids- en lopende rekeningtekorten door Aziatische partijen vormt, gegeven de verminderde belangstelling van particuliere buitenlandse financiers, een neerwaarts risico voor de stabiliteit van de dollar.

## Neerwaartse risico's beperkt in basisscenario

Het (meest waarschijnlijke) basisscenario voor de financiële stabiliteit is gebaseerd op een voorzichtig groeierstel in Nederland en een gematigde inflatieontwikkeling (zie het artikel 'De Nederlandse economie in 2004-2006: een voorspelling met MORKMON', elders in dit Kwartaalbericht). Daarbij wordt rekening gehouden met een geleidelijke stijging van de internationale rente, conform de verwachtingen van marktpartijen (grafiek 3). In de markt wordt verwacht dat de korte rente de komende 12 maanden iets sterker zal stijgen dan de lange rente waardoor de rentecurve vlakker wordt. Door de stijging van de korte rente in de tweede helft van 2004, bij een licht dalende kapitaalmarktrente, is de Ameri-

### Grafiek 3 Marktverwachting rentecurves

Procenten



Bron: Bloomberg.

kaanse rentecurve al vlakker geworden, tot het niveau van het tweede kwartaal 2003, waarna de 'search for yield' een hoge vlucht nam. In het basisscenario zijn de risico's voor financiële stabiliteit beperkt, doordat marktpartijen hun schuldverhoudingen geleidelijk kunnen aanpassen. Beleggers worden hiertoe gestimuleerd doordat 'carry trades' in de obligatiemarkt bij een vlakke rentecurve minder aantrekkelijk worden. Bedrijven en gezinnen kunnen bij een geleidelijke rentestijging anticiperen op een hogere leenrente in hun financieringsgedrag. Dit is van belang voor de financiële stabiliteit gezien het hoge niveau van de particuliere schulden in Nederland.

#### Kwetsbaarheid bedrijven en huishoudens

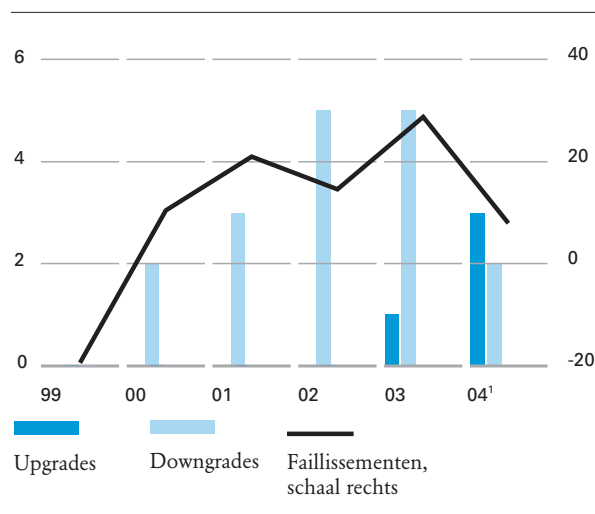
De financiële instellingen zijn gevoelig voor de ontwikkelingen bij de bedrijven en de huishoudens via de nauwe relaties met deze sectoren door de financiële dienstverlening. In geval van de bedrijven gaat het met name om leningen verstrekt door de banken. De financiële positie van de bedrijven wordt gekenmerkt door hun hoge schuldniveau. De schuld van de Nederlandse niet-financiële bedrijven is, volgens de laatst beschikbare gegevens in 2003, met bijna 35% van de activa (ook internationaal gezien) hoog. Daarmee zijn ze kwetsbaar voor financiële tegenwind. De kwetsbaarheid is sinds 2002 niettemin afgenomen dankzij het herstel van de winstgevendheid in vrijwel alle sectoren. Het winstherstel, in combinatie met een aanhoudend hoge liquidi-

teitsvoorkeur van bedrijven, heeft geleid tot ruime kasposities. Bovendien zijn er aanwijzingen (zoals het beperkte investeringsherstel) dat het proces van balansherstructurering verder is gevorderd, waarbij bedrijven hebben geprofiteerd van het gunstige financieringsklimaat. Mede hierdoor lijkt een einde te komen aan de verslechtering van de kredietrisico's bij bedrijven, zoals blijkt uit het beloop van de bedrijfsfaillissementen en de kredietratings (grafiek 4). In overeenstemming hiermee is de toevoeging aan de voorzieningen van de Nederlandse banken in het derde kwartaal gedaald (zie het hoofdstuk 'Actuele ontwikkelingen in het prudentieel toezicht', elders in dit Kwartaalbericht) en is hun kredietbeleid ten aanzien van bedrijven volgens de ESCB-kwartaalenquête versoepeld. Desondanks blijft de vraag van bedrijven naar kortlopend krediet beperkt vanwege de voortdurende herstructurering van bedrijfs-schulden, een geringe investeringsgeneigdheid en de ruime beschikbaarheid van interne financiering.

De schulden van Nederlandse huishoudens zijn ten opzichte van het beschikbare inkomen in het afgelopen decennium verdubbeld tot ruim 200%, samenhangend met de forse toename van de hypotheekschuld. Tegenover de opgelopen gezinsschulden staat dan ook een sterke toename van de waarde van het eigenwoningbezit. Niettemin is de financiële kwetsbaarheid van de huishoudsector vergroot, omdat de schuldverplichtingen vast staan terwijl de waarde van het (woning-) bezit kan fluctueren. De kwetsbaarste groep zijn de starters op de woningmarkt, die een aanzienlijk hogere

### Grafiek 4 Kredietwaardigheid niet-financiële bedrijven

Aantal herwaarderingen per jaar van kredietrating, mutatie faillissementen op jaarbasis in procenten

<sup>1</sup> Tot en met het derde kwartaal.

Bronnen: Moodys, CBS.

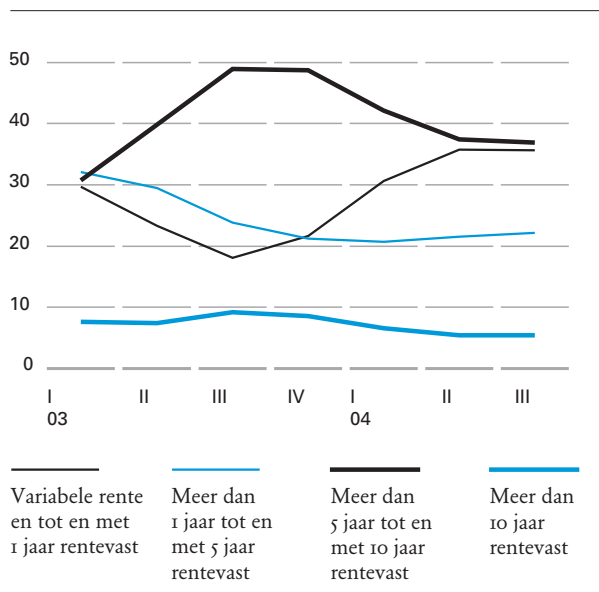
hypotheekschuld hebben ten opzichte van de woningwaarde dan de gemiddelde woningeigenaar (zie het artikel 'Financieel gedrag Nederlandse huishoudens', Kwartaalbericht september 2004). Huishoudens zijn vooral kwetsbaar voor een rentestijging als hun hypotheek tegen een variabele rente of een korte rentevaste periode is afgesloten. In het eerste half jaar is een toenemend aantal hypotheek tegen dergelijke voorwaarden afgesloten (grafiek 5). Door de matige economische groei in Nederland en de opgelopen werkloosheid zijn meer huishoudens in financiële moeilijkheden geraakt. Het aantal gezinnen met betalingsproblemen op hypotheekleningen blijft echter beperkt. In de eerste drie kwartalen van 2004 verkochten 235 huishoudens met een Nationale Hypotheek Garantie (NHG) hun woning gedwongen met verlies, ten opzichte van bijna 180 in heel 2003. De bestaande kwetsbaarheden in de huishoudsector kunnen langzaam worden verminderd bij een beperkte rentestijging en een verdere toename van inkomens. Onder deze voorwaarden kan ook de mogelijke overwaardering van de huizenprijzen afnemen. De verhouding tussen de Nederlandse huizenprijzen en beschikbare inkomens, een waarderingsmaatstaf voor de woningmarkt, heeft zich de laatste jaren gestabiliseerd op een – in historisch en internationaal perspectief – hoog niveau (grafiek 6).

#### Risico's bij financiële instellingen

Veranderingen in het rentebeeld zijn van belang voor

#### Grafiek 5 Renteperiode hypotheek

Procenten van totaal aan nieuw verstrekte hypotheek door banken



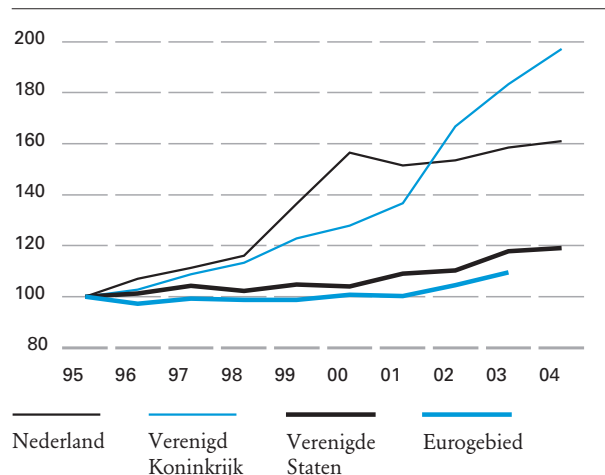
Bron: DNB.

de banken omdat zij kortlopende middelen (zoals deposito's en spaargelden) transformeren in langlopende uitzettingen waardoor ze van nature een rentemismatch op hun balans hebben. De forse (hypotheecaire) kredietgroei en de steile rentecurve hebben de winstgevendheid van de banken in de achterliggende jaren krachtig ondersteund. De recente afvlakking van de rentecurve kan echter gepaard gaan met krimpende rentemarges. Vanwege de relatief sterke afvlakking van de rentecurve in de vs zijn met name banken met activiteiten in dollargebieden hiervoor gevoelig. Het opwaartse renterisico van de banken is mogelijk toegenomen in de achterliggende periode van uitzonderlijk lage rentevoeten en snelle kredietgroei, waardoor de instellingen een omvangrijke kredietportefeuille hebben opgebouwd tegen een lage rente. Overigens wordt de rentegevoeligheid voortdurend beheerst, al zullen de banken nooit hun hele rentepositie afdekken, omdat dit hun voornaamste winstbron is. Verder zijn de risico's voor de banken afhankelijk van de achterliggende oorzaak van een eventuele omslag in het rentebeeld. Zo kunnen de risico's van een rentestijging die samengaat met een aantrekkende economie, worden gecompenseerd door de positieve effecten hiervan op het kredietrisico en de kredietvraag.

De vooralsnog lage kapitaalmarktrente, in combinatie met de kwakkelende aandelenbeurzen in 2004, bemoeilijken een verder herstel van de solvabiliteit van de pensioenfondsen en de verzekeraars. Zij zijn gevoelig voor rente-ontwikkelingen omdat de looptijd van hun verplichtingen langer is dan van de beleggingen, waardoor de 'marked-to-market' balanspositie in prin-

#### Grafiek 6 Waardering huizenmarkt

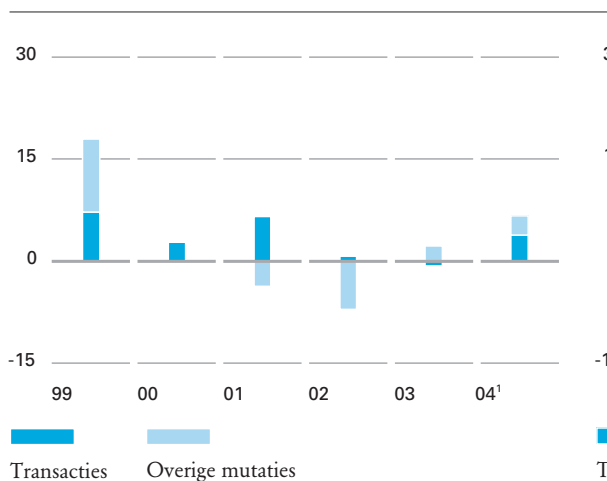
Huizenprijs in procenten van besteedbaar inkomen, basisjaar 1995=100



Bronnen: OESO, ECB.

**Grafiek 7a Mutatie belegd vermogen verzekeraars**

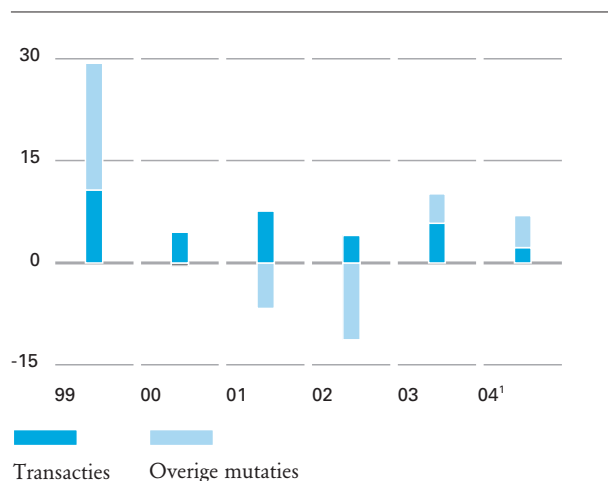
Mutatie per jaar in procenten



Bron: CBS.

<sup>1</sup> Groei gebaseerd op eerste half jaar 2004.**Grafiek 7b Mutatie belegd vermogen pensioenfondsen**

Mutatie per jaar in procenten



Bron: CBS.

<sup>1</sup> Groei gebaseerd op eerste half jaar 2004.

cipe verslechtert bij een rentedaling en verbetert bij een rentestijging (zie het hoofdstuk 'Actuele ontwikkelingen in het prudentieel toezicht', elders in dit Kwartaalbericht). Daarbij blijven de instellingen kwetsbaar voor nieuwe beurscorrecties door hun afhankelijkheid van aandelenrendement (als koersdalingen op de beurs samengaan met een rentestijging zal van dit laatste overigens een compenserende werking uitgaan). Omdat pensioenfondsen meer beleggen in aandelen dan levensverzekeraars is de vermogenspositie van pensioenfondsen over het algemeen volatieler (grafieken 7a en 7b). Dit vormt geen besmettingsrisico voor de andere financiële instellingen, omdat hun financiële relaties met de pensioenfondsen beperkt zijn, maar heeft wel effecten op de economie (zie volgende paragraaf). Ontwikkelingen bij verzekeraars kunnen wel consequenties hebben voor de banksector, bijvoorbeeld via reputatieverlies, omdat een aantal grote verzekeraars in Nederland door conglomeraatvorming nauw is gelieerd aan de banken.

Behalve door de ontwikkelingen op de financiële markten, blijft het herstel bij de levensverzekeraars achter door de aanhoudende daling van nieuwe polisverkopen, samenhangend met de recente aanpassingen in het fiscale regime (zie het hoofdstuk 'Actuele ontwikkelingen in het prudentieel toezicht', elders in dit Kwartaalbericht). De kwetsbaarheid van schadeverzekeraars is in potentie vergroot door de toenemende verzekering voor eigen rekening sinds 2001. Dit is risiconutraal als het toegenomen risico wordt gecompenseerd door een risico-conforme solvabiliteitsopslag. De

toename van verzekering in eigen beheer hangt samen met de forse verhoging van herverzekeringspremies in de achterliggende jaren, een gevolg van de tegenvallende resultaten van herverzekeraars door magere beleggingsresultaten en niet ingecalculerde catastrofes. Meer in het algemeen zijn herverzekeraars een aandachtspunt voor de financiële stabiliteit, aangezien niet altijd duidelijk is waar de herverzekerde risico's uiteindelijk neerslaan. Het IMF en het Financial Stability Forum (FSF) hebben de afgelopen jaren hun zorgen geuit over het gebrek aan transparantie bij de herverzekeringsmaatschappijen. Een nieuwe statistiek over de herverzekeringsector van de International Association of Insurance Supervisors (IAIS) zal hierin verbetering brengen.

**Potentiële risico's in stressscenario's**

Het basisscenario zoals beschreven in de vorige paragraaf is het meest waarschijnlijk. Minder waarschijnlijke stressscenario's als gevolg van onvoorziene schokken zijn echter niet uit te sluiten. Hierdoor zou het vertrouwen op de financiële markten en bij bedrijven en huishoudens kunnen afnemen. Een stressscenario zou kunnen ontstaan als de kapitaalmarktrente sneller dan verwacht oploopt, doordat inflatieverwachtingen omslaan, bijvoorbeeld als gevolg van tweede ronde-effecten van de hoge olieprijs. Verder zou een onordelijke depreciatie van de dollar kunnen optreden door een verlies aan vertrouwen bij beleggers in de houdbaarheid van het Amerikaanse lopende rekeningtekort. Een dergelijke

vertrouwenscrisis kan gepaard gaan met een sterke rentestijging in de vs. Gegeven de traditionele internationale overloopeffecten zal in dit scenario waarschijnlijk ook de Europese kapitaalmarktrente stijgen. Dit zou vanwege de achterblijvende groei in het eurogebied overigens minder wenselijk zijn. Een vertrouwenscrisis met sterke aanpassingen in wisselkoersen en rentevoeten kan wereldwijd de aandelenkoersen en onroerend goedprijzen onder druk zetten. Door negatieve vermogens- en vertrouwenseffecten kan de economische groei vervolgens vertragen. De consequenties voor de financiële stabiliteit hangen af van de samenhang tussen de risicofactoren en van de wisselwerking tussen de schokken en de bestaande kwetsbaarheden in het financiële systeem. Schokken kunnen elkaar versterken waardoor de risico's zich cumulatief manifesteren.

#### *Risico's op de financiële markten*

Een scherpe rentestijging kan vanwege de hoge schuldverhoudingen van beleggers leiden tot instabiele marktomstandigheden, bijvoorbeeld als 'carry trades' schoksgewijs worden teruggedraaid. Hierdoor zullen de obligatiekoersen dalen. Op minder diepe (zoals de high-yield-obligatiemarkt) en sterk geconcentreerde markten kan de liquiditeit bovendien opdrogen en de volatiliteit stijgen. Daarbij is het denkbaar dat een hoge volatiliteit op één markt overslaat naar andere vermogensmarkten. Ook collectief beleggingsgedrag van hedge funds zou een destabiliserend effect kunnen hebben op de financiële markten. Dergelijke systeemrisico's zijn toegenomen vanwege de explosieve groei van de hedge funds-industrie in de afgelopen jaren, zowel in termen van het aantal fondsen als de hoeveelheid activa onder beheer. Verder zijn er aanwijzingen dat hedge funds vergelijkbare posities hebben ingenomen ('herding'). De vraag is hoe de omvang van deze posities zich verhoudt tot de liquiditeit van de diverse deelmarkten, die zeker in crisissituaties toch al onder druk kan staan. Een schatting van dergelijke risico's wordt bemoeilijkt door de beperkte transparantie van hedge funds. Hoewel het gemiddelde rendement van hedge funds dit jaar is verslechterd, hebben zich voornog geen grote problemen voorgedaan in de sector. Ten slotte hangen de financiële stabiliteitsrisico's van hedge fund-activiteiten samen met de betrokkenheid van de financiële instellingen, door hun uitzettingen op of beleggingen in hedge funds. In welke mate dit van toepassing is op de Nederlandse financiële sector, is door de gebrekkige informatiebeschikbaarheid bij hedge funds niet precies te duiden. Dit heeft momenteel de aandacht van DNB.

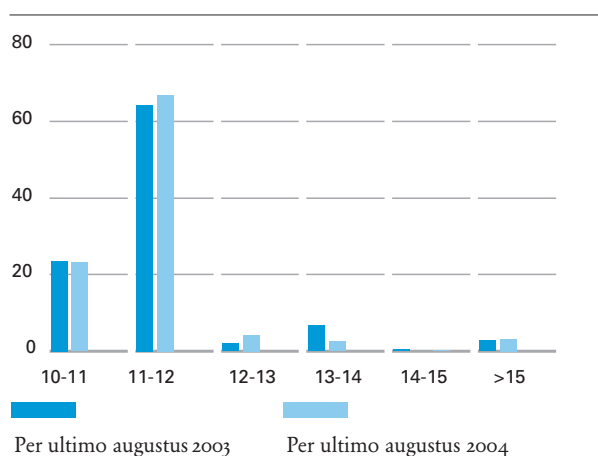
Belangrijke ontvangers van kapitaal, zoals opkomende markten, zijn van nature gevoelig voor een sterke rentestijging. De meeste landen hebben hun kwetsbaarheid verminderd door de verbetering van hun economische fundamentals. Ze hebben gebruik gemaakt van het gunstige financieringsklimaat en valuta- en renterisico's gereduceerd. Dit kan verklaren waarom de bankencrisis in Rusland eerder dit jaar nauwelijks besmettingseffecten heeft veroorzaakt, behoudens opwaartse effecten op de olieprijs. Aan de dynamiek van de Chinese economie kleven wel majeure risico's. Indien de genomen maatregelen om de Chinese groei gradueel af te koelen niet succesvol zijn, kan een harde landing de wereldeconomie schaden en de regionale Aziatische groeidynamiek in het bijzonder. Ook de invloed op de mondiale financiële markten kan, gezien de omvangrijke kapitaalstromen van en naar de Aziatische regio, aanzienlijk zijn. Het Nederlandse financiële systeem kan direct door een harde landing in China worden beïnvloed via de uitzettingen van de banken op de opkomende markten. Deze uitzettingen zijn in de afgelopen jaren echter steeds kleiner geworden (medio 2004 circa 60% van het toetsingsvermogen ten opzichte van ruim 80% in 1997), waarmee de gevoeligheid van de Nederlandse banken voor landenrisicogerelateerde betalingsproblemen is afgenomen. Daarnaast is het transfer-risico kleiner geworden, onder andere dankzij de forse opbouw van deviezenreserves, met name in Azië.

#### *Potentiële invloed stressscenario op de financiële instellingen*

Eventuele forse en abrupte rentestijgingen kunnen oplopende kredietrisico's op bancaire uitzettingen aan bedrijven en gezinnen met zich brengen, in het bijzonder wanneer een stijging van de rente gepaard zou gaan met dalende vermogensprijzen en een verder toenemende werkloosheid. Door stijgende rentelasten en inkomensverlies wordt de financieringsruimte van huishoudens kleiner. Hierdoor kan de vraag naar woningen afnemen, hetgeen kan leiden tot dalende huizenprijzen. Een stressscenario kan ook door negatieve effecten op het consumentenvertrouwen de woningmarkt onder druk zetten. De Nederlandse banken hebben door hun sterke winst- en solvabiliteitspositie echter een goede uitgangspositie om dergelijke schokken te weerstaan (grafiek 8). Dit is bevestigd door de stresstesten die begin dit jaar door de instellingen zijn uitgevoerd in het kader van het IMF Financial Sector Assessment Program (zie het artikel 'Stresstesten van de Nederlandse Financiële sector', Kwartaalbericht september 2004). Niettemin kunnen individuele banken onder druk komen die een eenzijdige kredietportefeuille hebben met rela-

## Grafiek 8 Solvabiliteitsratio banken

Verdeling over de Nederlandse banken in procenten



Bron: DNB.

tief veel hypotheekleningen met hoge loan-to-value ratio's. De kredietkwaliteit van deze leningen neemt af bij dalende huizenprijzen, omdat hierdoor hypotheekgevers met een negatief netto vermogen kunnen worden geconfronteerd. Plotselinge en onverwachte rentebewegingen kunnen ook leiden tot verliezen op de renteposities van de banken. Openstaande renteposities kunnen door de banken bewust worden ingenomen in het handelsboek om te profiteren van de steile rentecurve. In een stresssituatie kan de aanpassing of afdekking hiervan worden bemoeilijkt doordat marktpartijen op grote schaal vergelijkbare posities innemen en deze eventueel massaal zullen aanpassen.

Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen zijn meer dan de banken gevoelig voor een stressscenario met dalende aandelenkoersen en onroerend goedprijzen, omdat zij een groot deel van hun vermogen hebben belegd in aandelen en onroerendgoed. De onroerendgoedbeleggingen vertegenwoordigen gemiddeld 10 tot 15% van de totale beleggingen van pensioenfondsen en verzekeraars. Overigens zijn op de zakelijke onroerendgoedmarkt, na een flinke terugslag in de afgelopen jaren, nog nauwelijks tekenen van herstel zichtbaar. Met name op de kantorenmarkt bestaan nog forse aanbodoverschotten waardoor verdere prijscorrecties niet zijn uit te sluiten.

### Belang infrastructuur en crisismanagement

De invloed van een stressscenario op de financiële stabiliteit is sterk afhankelijk van de kwaliteit van de infrastructuur van het betalings- en effectenverkeer,

met name vanwege het besmettingsrisico dat inherent is aan betaal- en effectenafwikkelingsystemen. Zo kan het in gebreke blijven van één partij leiden tot liquiditeitsproblemen bij andere deelnemers aan een systeem. Ook bestaat het risico dat een systeemeigenaar in financiële problemen raakt. Dit risico is vooral van belang wanneer de eigenaar zelf uitzettingen heeft, bijvoorbeeld als centrale tegenpartij of settlementbank. Naast de financiële risico's is een systeem ook onderhevig aan operationeel risico: de kans dat het systeem zelf wordt getroffen en daardoor niet meer functioneert. Voor de financiële stabiliteit in Nederland zijn vooral de risico's van belang die de financiële positie van de Nederlandse banken bedreigen. Dergelijke risico's kunnen hun oorsprong hebben in binnen- en buitenlandse betaal- en effectenafwikkelingsystemen.

Deze systemen zijn onder invloed van internationale integratie en samenvoegingen sterk in ontwikkeling. Hierdoor kan de efficiëntie van transactieafwikkeling toenemen, bij beperking van de risico's door geavanceerder risicomanagement. Wel stelt de trend van commercialisering en samenvoeging van infrastructuur nieuwe eisen aan het toezicht ('oversight'), terwijl de toegenomen terreurdreiging het belang van 'business continuity' en crisismanagement heeft vergroot. In Nederland zijn de instellingen die deel uitmaken van de kerninfrastructuur – bestaande uit DNB, de tien belangrijkste commerciële banken, Interpay, Euronext, LCH.Clearnet en Euroclear Nederland – de laatste jaren bezig met het aanscherpen van hun noodvoorzieningen.

Het crisismanagement bij financiële instellingen heeft internationaal sterk de aandacht. In een crisis situatie zullen binnen korte tijd maatregelen moeten worden getroffen om de crisis te beheersen en de negatieve (systeem)effecten ervan zoveel mogelijk te beperken. Een complicerende factor hierbij is dat het institutionele internationale kader achterloopt bij de ontwikkelingen in de financiële sector. Veel instellingen, zeker de Nederlandse, hebben omvangrijke internationale uitzettingen en zijn internationaal actief, waardoor een financiële crisis grensoverschrijdende effecten heeft. De bevoegdheden en instrumenten voor toezicht en crisismanagement zijn echter nog steeds nationaal georiënteerd en daarmee in hun reikwijdte beperkt. Tegen deze achtergrond vindt in diverse comités overleg plaats over het institutionele kader voor crisismanagement. Centrale banken bespreken bijvoorbeeld in Bazel de noodliquiditeitssteun, het beheer van onderpand, het liquiditeitstoezicht en 'business continuity planning'. De uitkomsten van

deze discussies zijn deels nog onzeker. Elke crisis is uniek en een blauwdruk voor crisismanagement bestaat niet. Verder speelt de beperkte bereidheid om bevoegdheden voor toezicht en crisismanagement over te dragen aan buitenlandse of internationale autoriteiten een rol. Dit betekent dat de procedures voor crisismanagement, met name die voor de besluitvorming en lastenverdeling, niet geheel vooraf kunnen worden vastgelegd. Omdat iedere crisis anders zal zijn, komt het veel meer aan op adequate informatie-uitwisseling en improvisatievermogen.

### Overdracht van risico's een punt van aandacht

Onder invloed van marktinnovaties en verbeteringen in het risicomanagement van instellingen vindt in toenemende mate een overdracht van risico's plaats, onder andere van financiële instellingen naar bedrijven en huishoudens. Door nieuwe regelgeving zou deze tendens kunnen worden versterkt, omdat de instellingen worden geprikkeld om hun balansposities actief te managen. De overdracht van risico kan bijdragen aan een vermindering van risicoconcentraties bij financiële instellingen, hetgeen de schokbestendigheid van het systeem versterkt. De risico-overdracht kan ook gevolgen hebben voor de efficiëntie van het systeem. In principe kan de allocatie van kapitaal en risico's door risicotransfers efficiënter plaatsvinden, omdat marktkrachten daarbij een belangrijke rol spelen. De risicoallocatie in het systeem kan echter ook minder efficiënt worden als de risico's beter passen in het risicoprofiel van financiële instellingen dan in dat van de huishoudens waarnaar zij worden overgeheveld, bijvoorbeeld bij complexe risico's die een professioneel risicobeheer vereisen. Verder zal de verschuiving van de risico's naar bedrijven en huishoudens gepaard gaan met sterkere vermogenseffecten, omdat besparingen en bestedingen in toenemende mate worden beïnvloed door ontwikkelingen op de vermogensmarkten. Dit kan vervolgens weer de financiële instellingen beïnvloeden door hun gevoeligheid voor de conjunctuur.

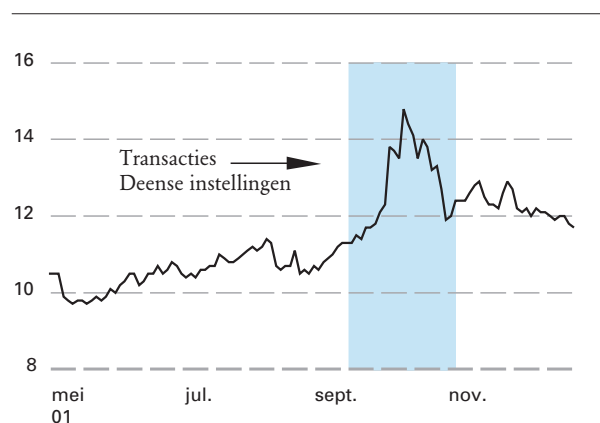
De invoering van de International Financial Reporting Standards (IFRS), vanaf 1 januari 2005, kan de risico-overdracht door financiële instellingen beïnvloeden. Met IFRS wordt 'fair value' verslaglegging (FVA) ingevoerd, waardoor balans- en resultaatgegevens transparanter worden en beter vergelijkbaar. De gerapporteerde resultaten worden waarschijnlijk ook volatieler. Om de volatiliteit te beperken zouden de banken over kunnen gaan op kortere termijnkredietverlening, die

mogelijk ook procyclischer wordt. Onder FVA vertaalt een recessie zich immers in lagere waarderingen van de bancaire activa. Zowel de getoonde solvabiliteit als de getoonde winsten van de banken worden zo aangetast, hetgeen de kredietverlening zal beïnvloeden. Hierdoor kunnen bedrijven en huishoudens directer worden geconfronteerd met rente- en conjunctuurbewegingen.

Nieuwe regelgeving zoals IFRS en het Financieel Toetsingskader (FTK) kan ook de pensioenfondsen en de verzekeraars een prikkel geven om de hierdoor zichtbaar gemaakte korte-termijnschommelingen in hun balansen af te dekken. Het dilemma daarbij is dat marktwaardering het inzicht in de financiële positie van de instellingen verbetert, maar dat deze hierop kunnen reageren met aanpassingsmaatregelen die externe effecten met zich kunnen brengen. Dit is bijvoorbeeld het geval als de institutionele beleggers de rentemismatch op hun balansen verkleinen door verlenging van de looptijd van hun vastrentende portefeuille. Dergelijk hedginggedrag van Nederlandse pensioenfondsen zou, afhankelijk van de mate waarin ze zich afdekken en de timing daarvan, de prijsvorming op de Europese vastrentende markt kunnen beïnvloeden. Gezien de lage lange rente en de marktverwachting dat deze zal oplopen is het afdekken vooralsnog overigens onaantrekkelijk. Aanpassingen in het beleggingsgedrag als gevolg van nieuwe regelgeving hebben zich de afgelopen jaren voorgedaan bij levensverzekeraars en pensioenfondsen in Denemarken en het Verenigd Koninkrijk, hetgeen de volatiliteit van de lange rente heeft beïnvloed. In Denemarken bijvoorbeeld gingen de institutionele beleggers in reactie op wijzigingen in het toezichtskader in 2001 in korte tijd over tot verkleining van hun rente-

### Grafiek 9 Volatiliteit tienjaars euroswaption

Implied volatility 1 jaar forward, in procenten.



Bron: Bloomberg.



mismatch, hetgeen effecten had op de Europese obligatiemarkt (grafiek 9). Van dergelijke potentiële rente-effecten zullen de pensioenfondsen overigens zelf ook de nadelen ondervinden aangezien de marktvolatiliteit doorwerkt in hun balansen.

De risico's op de vermogensmarkten en bij de financiële instellingen lijken in toenemende mate terecht te komen in de huishoudsector, die daardoor steeds vaker fungeert als 'shock-absorber'. Zo staat de inkomens- en vermogenspositie van Nederlandse huishoudens onder druk door het wegvallen van directe positieve vermogens-effecten, als gevolg van de nasleep van de daling van aandelenkoersen in 2002-2003 en de vertraagde huizenprijsstijging. Daarnaast hebben ontwikkelingen op de vermogensmarkten indirect, via de institutionele beleggers, gevolgen voor de reële sfeer en voor de huishoudsector in het bijzonder. Zo bestaat voor Nederlandse levensverzekeraars ongeveer 30% van het balans-totaal uit zogeheten 'unit-linked' producten, waarbij het beleggingsrisico voor rekening is van de polishouder. Negatieve ontwikkelingen op de beurzen treffen op die manier via de levensverzekeraars de financiële positie van huishoudens. Ook de recente aanpassingen bij de pensioenfondsen, met name de stijging van pensioenpremies en de beperking van indexatie, hebben effecten op de besteedbare inkomens (zie het artikel 'De Nederlandse pensioensector; duurzaamheid onder druk', elders in dit Kwartaalbericht). Door de vergrijzing zal de verhouding tussen de pensioenverplichtingen en de loonsom in de toekomst stijgen, waarmee speelruimte van de pensioenfondsen kleiner wordt en het risico van premievolatiliteit verder toeneemt. Dit impliceert dat zwaardere eisen moeten worden gesteld aan de soliditeit van de pensioenfondsen. Nieuwe regelgeving zoals het FTK speelt hier nadrukkelijk op in.

## Tot slot

De neerwaartse risico's voor de financiële stabiliteit in Nederland blijven beperkt in het basisscenario van een geleidelijke rentestijging. In dit hoofdstuk zijn ook de eventuele consequenties van stressscenario's beschreven, zoals een sneller dan verwachte rentestijging en een wereldwijde vertrouwenscrisis. Dankzij een goede solvabiliteitspositie zijn de banken bestand tegen een stressscenario. De pensioenfondsen en de verzekeraars blijven kwetsbaar voor schoksgewijze dalingen van vermogensprijzen. De stressscenario's en de neerwaartse risico's weerspiegelen niet de verwachte ontwikkelin-

gen, maar de analyse ervan is een manier om de risico's in het financiële systeem op te sporen voordat deze zich zouden manifesteren. Het betrekken van mogelijk ongunstige uitkomsten is van belang om een goed oordeel te kunnen geven over de financiële stabiliteit.