

IO

De Nederlandsche Bank

Kwartaalbericht juni 2010

Centrale bank en prudentieel toezichthouder financiële instellingen

© 2010 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 2.700

Iedere openbaarmaking en verveelvoudiging voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan, mits met bronvermelding.

Westeinde 1, 1017 ZN Amsterdam – Postbus 98, 1000 AB Amsterdam

Telefoon (020) 524 91 11 – Telefax (020) 524 25 00

Website: www.dnb.nl

ISSN: 0166-915X

Inhoud

Recente ontwikkelingen

Economische ontwikkelingen en vooruitzichten voor Nederland 7

Toezicht

Recente ontwikkelingen in de financiële sector 15

Betalingsverkeer

Recente ontwikkelingen in het betalings- en effectenverkeer 21

Financiële stabiliteit

Het internationaal financieel stelsel nog immer onder druk 25

Artikelen

Tien Punten voor het Financieel Toetsingskader 33

Een eeuw financiële leverage van Nederlandse banken 39

De verschillen tussen de jaren tien en de jaren dertig 45

Versterking begrotingsdiscipline in het eurogebied 51

Betalingsverkeer niet alleen het werk van banken 57

Overzicht verschenen artikelen 2006-2010 61

Publicaties

DNB Working Papers 65

Occasional Studies 68

Recente ontwikkelingen

Economische ontwikkelingen en vooruitzichten voor Nederland

In 2010 groeit de Nederlandse economie naar verwachting met 1,2%. Vanwege de Europese schulden crisis zijn de ramingen voor de komende jaren dit keer omgeven door ongebruikelijk grote onzekerheden omtrent de uitgangspunten. Indien Nederland en andere eurolanden het overheidstekort binnen korte tijd sterk terugbrengen, zal de Nederlandse groei waarschijnlijk langzaam toenemen tot 1,3% in 2011 en 1,7% in 2012 én worden de fundamenteën gelegd voor een duurzaam herstel. Echter, als de eurolanden hun overheidsfinanciën onverhoopt niet op orde weten te brengen, is de kans groot dat de Nederlandse economie slechts beperkt zal groeien op de langere termijn.

Het Nederlandse economische herstel

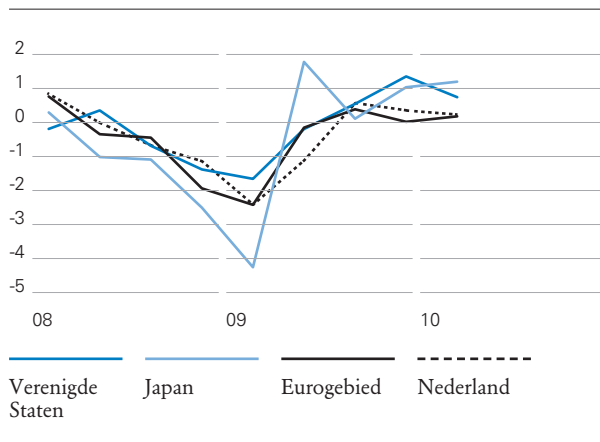
In het eerste kwartaal van 2010 groeide het Nederlandse bruto binnenlands product (bbp) met 0,2%. Met drie achtereenvolgende kwartalen van positieve groei klimt Nederland uit het diepe dal van de kredietcrisis, na de val van meer dan 5% in de tweede helft van 2008 en de eerste helft van 2009. Echter, de gemiddelde groei van 0,4% tijdens deze herstelfase duidt niet op een bijzonder krachtig herstel.

Exportherstel door gunstiger internationale omgeving

Zoals gebruikelijk levert de export in deze eerste fase van het conjuncturele herstel de belangrijkste groeibijdrage. Sinds het einde van de Nederlandse recessie midden 2009 is de Nederlandse export met bijna 9% gegroeid. De wederuitvoer is zeer sterk toegenomen, maar ook de binnenlands geproduceerde uitvoer ontwikkelt zich

Grafiek 1 Economische groei

Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode



Bron: Thomson Financial.

voorspoedig. De Nederlandse uitvoer profiteert van het herstel dat zich in verschillende delen van de wereld voortzet.

Vooralsnog gunstig. Door de zeer sterke groei in China – die door het kredietgedreven karakter onhoudbaar lijkt – neemt de activiteit in opkomend Azië in het eerste kwartaal met 2,3% toe. Dat geeft, zolang het duurt, ook de ontwikkelde landen in deze regio een krachtige impuls, getuige ook de groei van 1,2% in Japan. In de ontwikkelde wereld loopt de kracht van het herstel duidelijk uiteen (grafiek 1). Terwijl in de VS de gunstige lijn van de laatste kwartalen van 2009 zich voortzet met een groei van 0,8%, blijft de groei in het eurogebied steken op 0,2% in het eerste kwartaal van 2010 na een weinig overtuigende tweede helft van 2009. Het grootste zorgenkind is Griekenland waar het bbp in het eerste kwartaal met 0,8% afneemt, terwijl Spanje met een minieme groei van 0,1% na acht kwartalen van krimp eindelijk uit de recessie kruipt. In andere eurolanden, zoals Duitsland (0,2%), Frankrijk (0,1%), en België (0,1%) is het herstel nog traag. Ook het herstel in het VK (0,2%) is langzaam. Als de groei in deze, naburige landen hoger zou zijn geweest, was het Nederlandse exportherstel nog veel dynamischer geweest, want voor de Nederlandse exporteurs wegen de ontwikkelingen in de naburige landen het zwaarst.

Door het exportherstel ligt de Nederlandse industriële productie in het eerste kwartaal van 2010 5% hoger dan een jaar geleden. Daarmee loopt de industrie voorop in het herstel want de productie in de gehele Nederlandse economie bevindt zich in het eerste kwartaal maar een fractie boven het niveau van een jaar geleden (0,1%). Het producentenvertrouwen is vanaf december vorig jaar gestaag verbeterd en komt – ondanks de hernieuwde financiële onrust – in mei voor het eerst sinds augustus 2008 boven het nulniveau uit. In lijn met de gunstigere verwachtingen in het Nederlandse bedrijfsleven zijn de voorraden in het eerste kwartaal na drie kwartalen van krimp weer aangevuld en komt nu ook een einde aan de diepe terugval van de bedrijfsinvesteringen, die bijna 20% bedroeg in 2009.

Terughoudendheid bij Nederlandse huishoudens

De Nederlandse huishoudens zijn nog steeds pessimistisch gestemd. Het consumentenvertrouwen ligt ver onder het nulniveau en vertoont in recente maanden geen enkel teken van verbetering. Dat de particuliere consumptiegroei van 1,1% in het eerste kwartaal niet-

temin de grootste groei in meer dan vijf jaar was, valt toe te schrijven aan tijdelijke factoren, zoals de hogere gasconsumptie door de strenge winter en de hoge autoverkopen door aantrekkelijke kortingen. Die hogere autoverkopen voegen echter niet zoveel toe aan het Nederlandse bbp, omdat de auto's vooral uit andere eurolanden worden geïmporteerd. Dat is gecombineerd met de voorraadaanvullingen een van de belangrijkste redenen voor de zeer hoge importgroei (4,9%) in het eerste kwartaal.

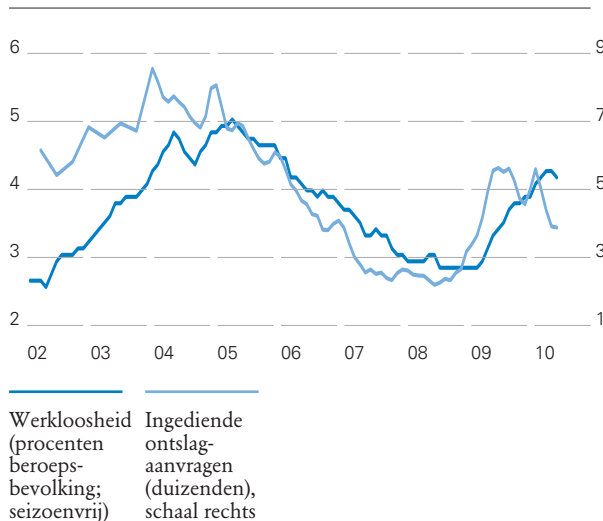
Met andere uitgaven blijven Nederlandse huishoudens terughoudend, wat begrijpelijk is in het licht van de ontwikkeling van de lonen en van de werkgelegenheid. Zo is de contractuele loongroei in een half jaar tijd met 1 procentpunt gedaald tot 1,3% in april. De meeste nieuwe collectieve arbeidsovereenkomsten bevatten loonstijgingen die daar nog onder liggen. Daarnaast lag het aantal banen in het eerste kwartaal 0,5% lager dan in het voorgaande kwartaal en nam de werkloosheid toe tot 4,0%, tegen 3,9% in het vierde kwartaal.

Dat de werkloze beroepsbevolking – een maatstaf waarbij alleen mensen worden meegerekend die 12 uur of meer per week werken, of dergelijk werk zoeken – licht afneemt van 5,8% in februari tot 5,6% in maart wijst niet op de verhoopde trendbreuk, maar wordt veroorzaakt doordat meer mensen zich terugtrekken uit de arbeidsmarkt. Niettemin zijn er wel tekenen dat de schade voor de arbeidsmarkt, binnen de perken kan blijven, in tegenstelling tot wat eerder werd verwacht. De werkloosheid – volgens de Europese geharmoniseer-

de definitie waarbij alle werkenden en werkzoekenden worden meegerekend – ligt nog onder de piek van de vorige cyclus, terwijl het aantal afgegeven ontslagvergunningen al daalt (grafiek 2). Voorts is het aantal vacatures in de marktsector gestabiliseerd en is het aantal uitzenduren praktisch gelijk aan een jaar geleden. Dat de werkloosheid nog relatief laag is, hangt samen met de zeer gespannen arbeidsmarkt van enkele jaren terug. In afwachting van betere tijden zetten werkgevers het moeizaam geworven personeel niet zomaar aan de kant. Tegelijkertijd hebben zij, meer dan in vorige cycli, de inhuur van zelfstandigen sterk teruggebracht, met als gevolg dat die categorie werkenden minder declarabele uren maakt.

Ook op de Nederlandse huizenmarkt is sprake van een kentering. In het eerste kwartaal heeft de huizenprijs zich gestabiliseerd en is het aantal verkochte huizen toegenomen. Niettemin is de voorraad onverkochte huizen nog altijd groot en is het aantal dagen dat een woning te koop staat toegenomen. Het aanpassingsproces van vraag en aanbod verloopt via een reductie van het aantal gestarte nieuwbouwprojecten. Daarvan getuigt de afname van de woninginvesteringen gedurende 2009 met 17%. De verdere daling van de woninginvesteringen in het eerste kwartaal, met bijna 6% ten opzichte van een kwartaal eerder, is echter vooral een klimatologisch effect van het grote aantal vorstdagen.

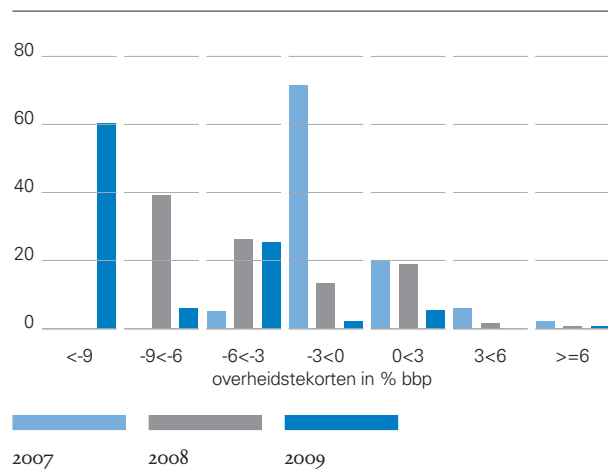
Grafiek 2 Werkloosheid en ontslagaanvragen



Bron: Eurostat en UWV.
Toelichting: Werkloosheid ILO-definitie; ontslagaanvragen driemaandsgemiddelden.

Grafiek 3 Sterk opgelopen overheidstekorten in de geïndustrialiseerde wereld

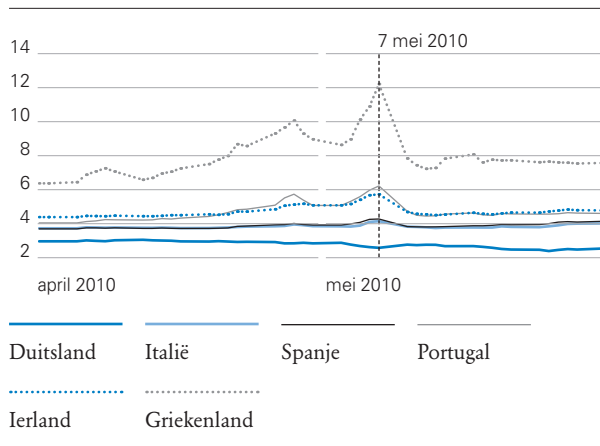
Procenten totaal geïndustrialiseerde landen



Bron: IMF.
Toelichting: Aandeel op basis van bbp op ppp-basis.

Grafiek 4 Rente overheidsobligaties eurogebied

Procenten; dagcijfers



Bron: Thomson Financial.
Toelichting: 10-jaars overheidsobligaties.

Nieuwe fase in kredietcrisis met turbulentie bij de Europese overheidsfinanciën

Nu de kredietcrisis een nieuwe fase heeft bereikt, met grote turbulentie vanuit de Europese overheidsfinanciën, is het prille economische herstel nog meer dan voorheen met grote onzekerheden omgeven. Het eurogebied is niet de enige regio die in een moeilijke budgettaire positie verkeert. In tegenstelling tot in de opkomende economieën is het overheidstekort in de gehele ontwikkelde wereld sterk verslechterd. Vlak voor de kredietcrisis in 2007 had 95% van de ontwikkelde landen een tekort van minder dan 3%; in 2009 had 60% een tekort van meer dan 9% (grafiek 3). Voor het eurogebied als geheel is het tekort van 6,3% in 2009 kleiner dan voor het VK (11,5%) en de VS (12,5%). Dat desalniettemin juist in het eurogebied een schuldencrisis is uitgebroken, komt door de sterk uiteenlopende soliditeit van de overheidsfinanciën en de in internationaal perspectief zwakke groeivoorzichten.

Geleidelijk zijn de financiële marktpartijen daarbij afgestapt van hun eerdere geloof dat het overheidspapier van alle Europese overheden praktisch even kredietwaardig zou zijn. Zo zijn de Nederlandse rentevoeten in het spoor van de Duitse rentevoeten tot een zeer laag niveau gedaald. Het huidige marktvertrouwen in de houdbaarheid van de Nederlandse overheidsfinanciën is geen garantie voor de toekomst en zal met een geloofwaardige consolidatiestrategie moeten worden bevestigd. De risico's blijken uit de recente ontwikkelingen in andere eurolanden, zoals Spanje, Portugal, Ierland en Griekenland, waar de tekorten zeer scherp

zijn opgelopen en de economische vooruitzichten relatief somber zijn. Na het uitbreken van de kredietcrisis waren de lange rentevoeten van die landen door de veranderde marktperceptie al gestegen ten opzichte van de Duitse rentevoet. Die trend werd in april en mei versterkt (grafiek 4), mede door de plotseling scherp oplopende risicoaversie bij beleggers en de 'flight to quality' in Duitse – en Nederlandse – obligaties.

Hierbij speelt mee dat de kredietcrisis in het eurogebied relatief hard heeft toegeslagen, mede door de flinke huizenmarktcorrectie in enkele landen. Zo neemt de economische activiteit in Spanje, Griekenland, Italië en Ierland in twee opeenvolgende jaren af, terwijl de krimp in de rest van de ontwikkelde wereld tot een jaar beperkt blijft. De last van een inflexibele arbeidsmarkt en een zwakke concurrentiepositie is door de kredietcrisis aanmerkelijk zwaarder geworden. Vooral de Zuid-Europese landen hebben zich in het afgelopen decennium met hoge loonstijgingen uit de markt geprijsd, en ondervinden door de samenstelling van hun exportpakket grote concurrentie uit lagelonenlanden.

Crisismaatregelen Europese beleidsmakers

Het toenemende wantrouwen in de Europese overheidsfinanciën ontketende een acute schuldencrisis toen de Griekse rentevoeten in april tot zeer grote hoogte stegen en de markten het vertrouwen opzegden in de Griekse overheidsleningen. In reactie daarop hebben de Europese regeringsleiders, in samenspraak met het IMF, financieringssteun gegeven aan Griekenland (zie het artikel 'Financiële stabiliteit'). Toen vrijdag 7 mei de vertrouwenscrisis desondanks naar andere landen dreigde over te slaan, presenteerden zij in het daaropvolgende weekend een omvangrijk steunpakket voor eurolanden in nood. Hierop heeft ook de ECB een aantal maatregelen genomen waarvan het tijdelijke opkoopprogramma van publiek en privaat schuld papier de meest in het oog springende is. Met dit Securities Markets Programme richt de ECB zich op niet-functionerende segmenten van de obligatiemarkt die de monetaire transmissie dreigden te verstoren. Met haar monetaire beleid stuurt de ECB immers de korte geldmarktrente, die vervolgens moet doorwerken in de langere rentes van onder meer overheidsleningen, waarop ook veel private contracten zijn gebaseerd. Omdat die transmissie in een aantal markten door vertrouwensverlies werd ondermijnd, heeft de ECB ingegrepen. Het opkoopprogramma is niet inflatoir want het geld dat de ECB door de opkopen in omloop brengt, wordt direct weer uit de markt gehaald en vastgezet op rekeningen bij de ECB. Het opkoopprogramma vormt natuurlijk

geen oplossing voor de onderliggende budgettaire problemen. Overheden zullen versneld hun financiën op orde moeten krijgen en de geloofwaardigheid van het Groei- en Stabiliteitspact dienen te herstellen.

Herstel met grotere onzekerheden omgeven

Vanwege de grote financieel-economische schokken tijdens de kredietcrisis zal het conjuncturele herstel in de ontwikkelde wereld langzamer verlopen dan in eerdere conjunctuurcycli. De binnenlandse vraag zal waarschijnlijk langdurig onder druk blijven staan, vooral in de VS en het eurogebied. Zo moeten huishoudens zich herstellen van de schade van lagere huizenprijzen en gedaalde aandelenkoersen, op een moment dat de arbeidsmarkt nog zeer zwak is. Onder deze omstandigheden is het begrijpelijk dat het consumentenvertrouwen zich in veel landen op een niveau bevindt dat normaal alleen tijdens recessies wordt waargenomen en de geneigdheid tot sparen groter is dan vóór de kredietcrisis.

Nu de kredietcrisis met het tumult rondom de Europese overheidsfinanciën een nieuwe fase is ingegaan, zijn de onzekerheden nog verder toegenomen. Financiële marktpartijen zijn aanzienlijk somberder geworden over vooruitzichten voor de wereldeconomie, getuige de lagere beurskoersen en de lagere olieprijs in dollars. Voorts is de euro sinds het uitbreken van de Europese schulden crisis gedeprimeerd tot het laagste niveau sinds 2004. Vanwege de grotere structurele problemen in verschillende eurolanden is de kans groot dat het herstel in het eurogebied achter blijft bij dat in de VS. Tegen deze achtergrond zijn ook de economische vooruitzichten voor Nederland in 2010-2012 een stuk onzekerder geworden.

Raming zonder consolidatiemaatregelen

Bij het opstellen van de economische vooruitzichten voor hun eigen land gebruiken alle centrale banken in het eurogebied uniforme uitgangspunten. Tabel 1 geeft deze uitgangspunten weer. Om de onderlinge consistentie te waarborgen, is afgesproken dat centrale banken in de raming voor de eigen economie alleen rekening houden met overheidsmaatregelen die al door het parlement zijn bekrachtigd. De raming wordt zo opgezet dat deze 'beleidsarm' is. Dit betekent dat DNB voor Nederland geen extra tekortreducerende beleidsmaatregelen voor 2011 en 2012 heeft ingecalculeerd, hoewel alle politieke partijen in hun verkiezingsprogramma's wel plannen daartoe hebben opgenomen. Zeker in het licht van de Europese schulden crisis is dit beleidsarme pad niet heel waarschijnlijk.

In de beleidsarme raming wint het Nederlandse herstel geleidelijk aan kracht (tabel 2). De Nederlandse groei neemt toe van 1,2% in 2010 naar 1,9% in 2011 en 2,3% in 2012. In 2010 wordt de groei voornamelijk door de uitvoer gedreven. In 2011 en 2012 loopt de groei van de uitvoer echter terug ten opzichte van 2010, omdat de groei van de wereldhandel afvlakt. In die jaren geeft de binnenlandse vraag echter weer meer ondersteuning aan de groei. Na een daling in 2009 van 2,5% versnelt de Nederlandse consumptiegroei tot 1,1% in 2010 en 2,0% in 2012 in lijn met de geleidelijk toenemende groei van het reëel beschikbaar inkomen. Ook de bedrijfsinvesteringen leveren weer een positieve groei bijdrage wanneer het herstel vastere grond krijgt, terwijl de woninginvesteringen profiteren van de stabiliserende huizenmarkt en de aantrekkende groei van het reële inkomen.

Tabel 1 Internationale uitgangspunten

Procentuele veranderingen, tenzij anders vermeld

	2009	2010	2011	2012
Volume relevante wereldhandel ¹	-11,1	6,5	4,3	5,5
BBP-volume VS	-2,4	3,1	2,2	2,8
BBP-volume eurogebied	-4,0	0,7 – 1,3	0,2 – 2,2	–
BBP-volume opkomende economieën	1,6	6,1	5,4	6,0
Korte rente eurogebied (niveau, %)	1,1	0,8	1,1	1,7
Lange rente eurogebied (niveau, %)	3,7	3,2	3,6	4,0
Eurokoers (niveau, USD)	1,39	1,29	1,26	1,26
Olieprijs (niveau, UK Brent in USD per vat)	62,4	79,5	83,7	86,3
Grondstoffenprijzen exclusief energie, in USD	-21,9	16,5	1,5	5,4

¹ Dit betreft het voor Nederland relevante wereldhandelsvolume van goederen en diensten.

Tabel 2 Kerngegevens Nederland in beleidsarme raming

Procentuele veranderingen, tenzij anders vermeld

	2009	2010	2011	2012
Volume bestedingen en productie				
Particuliere consumptie	-2,5	1,1	1,9	2,0
Bruto investeringen bedrijven (exclusief woningen)	-19,4	-5,9	4,9	6,0
Uitvoer goederen en diensten	-8,2	8,5	4,4	5,6
Invoer goederen en diensten	-8,7	8,1	4,4	6,0
Bruto binnenlands product	-4,0	1,2	1,9	2,3
Lonen en prijzen				
Contractloon per werknemer bedrijven	2,8	1,4	1,2	1,4
Loonsom per werknemer bedrijven	1,8	2,2	2,3	1,7
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	1,0	1,0	1,6	1,5
Arbeidsmarkt				
Werkgelegenheid (personen, groei)	-0,9	-1,2	0,3	1,1
Arbeidsaanbod (personen, groei)	-0,2	-0,2	0,5	0,8
Werkloosheid (personen, x 1000)	304	386	409	390
Werkloosheid (niveau, %)	3,5	4,4	4,6	4,4
Collectieve sector				
EMU-vorderingensaldo (niveau, % bbp)	-5,3	-6,4	-5,4	-5,0
Bruto schuld (niveau, ultimo, % bbp)	60,9	66,6	69,1	72,0

De inflatiedruk uit de externe omgeving is door de lagere euro hoger. Tegelijkertijd nemen de inflatoire spanningen binnen Nederland door het gestage herstel maar zeer langzaam toe. De groei van de arbeidskosten per eenheid product blijft beperkt door de matiging van de lonen in combinatie met de sterk toenemende productiviteit. De inflatie van de niet-energie goederen stijgt van circa 1,1% in 2010 en 2011 tot 1,4% in 2012. Al met al komt de inflatie – volgens de Europese geharmoniseerde definitie – in 2010 uit op 1,0%, om daarna door hogere energieprijzen te stijgen tot iets boven 1,5% in 2011 en 2012.

De Nederlandse werkloosheid piekt in de beleidsarme raming in de tweede helft van 2011 op 4,6% om daarna langzaam te dalen. Bedrijven hebben in 2010 nog genoeg personeel om aan de vraag te voldoen. Pas vanaf 2011 zien zij reden om weer werknemers aan te nemen. Tegelijkertijd stijgt het arbeidsaanbod in 2011 en 2012 weer, nadat het gedurende de crisisjaren terugliep. Veel studenten die er in 2009-2010 voor kozen om langer door te studeren, zullen in 2011-2012 naar werk gaan zoeken.

Het Nederlandse overheidstekort blijft zonder extra tekortreducerende maatregelen op een te hoog niveau.¹ Weliswaar leidt het geleidelijke economische herstel tot een verbetering van het tekort met 1,2 procentpunt van het bbp tussen 2010 en 2012, maar met 5,0% van het bbp in 2012 blijft het tekort ver boven dat van voor de crisis. De vertraagde reactie van de arbeidsmarkt leidt ertoe dat ook de overheidsfinanciën slechts langzaam herstellen. De inkomsten uit de loonbelasting blijven enigszins dalen, maar bovenal stijgen de uitkeringsuitgaven. Omdat daarnaast bedrijven hun verliezen uit de voorgaande jaren mogen verrekenen, blijven de inkomsten uit de vennootschapsbelasting tot 2012 laag, ondanks de toenemende winsten. Los van de nasleep van de crisis, zetten ook demografische factoren de overheidsfinanciën onder druk: in de komende jaren bereiken relatief veel mensen de pensioengerechtigde leeftijd, waardoor de AOW-uitgaven fors toenemen.

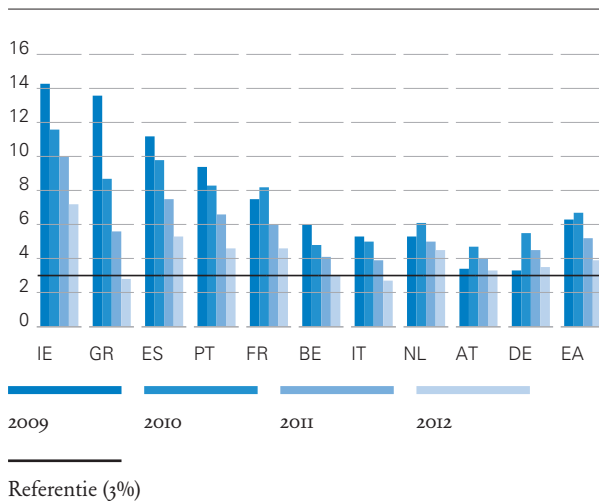
Raming met consolidatiemaatregelen

Houdbare overheidsfinanciën in Nederland en elders in het eurogebied vormen een essentiële voorwaarde voor een duurzaam herstel. Volgens de excessive deficit procedure (EDP) in het kader van het Groei- en Stabi­liteitspact moeten de meeste eurolanden in 2013 terug naar een tekort van hoogstens 3%. Om de mogelijke economische gevolgen van consolidatie voor Nederland in 2011 en 2012 in kaart te brengen, zijn de effecten berekend van een pad waarin het Nederlandse tekort afneemt tot 4,0% in 2012. Tegelijkertijd wordt verondersteld dat ook elders in het eurogebied de overheidsfinanciën op orde worden gebracht. De veronderstelde extra consolidatiemaatregelen in Nederland en daarbuiten hebben nog geen effect op de Nederlandse groei in 2010.

In Nederland wordt vanaf 2011 bezuinigd op de overheidsconsumptie en de uitkeringen, terwijl het ambtenarenbestand geleidelijk wordt verkleind. Tegelijk stijgen zowel de directe als de indirecte belastingen. In vergelijking tot de eerdere bezuinigingsoperaties die in Nederland tijdens de laatste drie decennia hebben plaatsgevonden, is de hier veronderstelde consolidatie niet uitzonderlijk groot. De maatregelen bedragen gezamenlijk ongeveer 1,5% van het bbp (noodzakelijk voor de vereiste tekortreductie van 5,0% naar 4,0% bbp, omdat de maatregelen de groei van het bbp drukken). In de laatste drie decennia zijn meerdere consolidaties ondernomen van een vergelijkbare orde van grootte.

Grafiek 5 Vergelijking EU-consolidaties

Procenten bbp



Bron: Europese Commissie (2010).

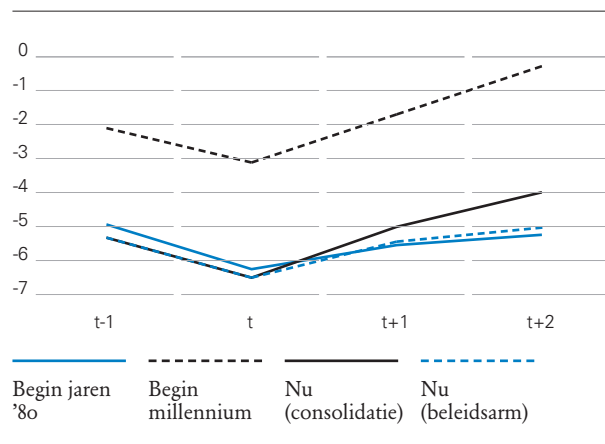
Voor het eurogebied wordt aangenomen dat de landen zich aan het consolidatiepad houden om uit te komen op de EDP-doelstellingen.² Grafiek 5 geeft voor ieder land het tekort in 2009 weer, en de geplande tekorten voor 2010, 2011 en 2012 in het kader van de EDP. Ook de VS en het VK zullen hun tekort beduidend verder omlaag brengen. Het internationale effect blijkt duidelijk uit het beloop van de voor Nederland relevante wereldhandel. De wereldhandelsgroei komt met 2,7% in 2011 en 3,8% in 2012 ruim 1,5 procentpunt lager uit dan in het beleidsarme pad. De consolidatie in andere landen drukt immers de vraag naar Nederlandse producten.

Tabel 3 geeft de gevolgen van consolidatie weer. De consolidaties in binnen- en buitenland beperken de Nederlandse groei over de jaren 2011-2012 met cumulatief 1,2 procentpunt. Dit effect komt voor ongeveer de helft uit de buitenlandse consolidaties, in de vorm van een lagere uitvoergroei, en voor de helft uit de binnenlandse consolidatie. De inflatie blijft net als in het beleidsarme pad rond de 1,5% in 2011 en 2012. De binnenlandse vraag ontwikkelt zich weliswaar gematigder, maar de hogere btw verhoogt de inflatie. De werkloosheid neemt nog verder toe in 2012, waar deze in het beleidsarme pad dan alweer daalt.

In grafiek 6 wordt het beloop van de tekorten met en zonder consolidatie vergeleken met twee eerdere episodes van grote tekorten: begin jaren tachtig en de nasleep van de dot com bubble aan het begin van het nieuwe millennium. In deze grafiek is t het jaar van het grootste tekort (1982 voor de jaren tachtig, 2003 voor het begin van het millennium en 2009 voor de huidige crisis). Bij de ‘beleidsarme’ raming ontstaat het pad van begin jaren tachtig, waarin het tekort lang op hoge niveau

Grafiek 6 Tekorten in historisch perspectief

Procenten bbp; jaar t is dieptepunt



Tabel 3 Raming met internationale consolidatie

Procentuele veranderingen, tenzij anders vermeld

	2011	2012
Bruto binnenlands product	1,3	1,7
Volume relevante wereldhandel	2,7	3,8
Werkloosheid (niveau, %)	4,7	4,8
EMU-vorderingensaldo (niveau, % bbp)	-5,0	-4,0
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	1,6	1,4

blijft. Bij consolidatie volgt daarentegen een patroon parallel aan dat van het begin van dit millennium. Toen sloeg de economische tegenwind een gat in de begroting, dat echter door snel doorgevoerde bezuinigingen in vrij korte tijd kon worden gedicht.

Risico's bij uitblijven van consolidatiemaatregelen

Als de consolidatie uitblijft of te langzaam verloopt, blijft de basis voor het herstel zeer wankel. Indien het vertrouwen van consumenten en producenten in de ontwikkelde wereld daardoor bedrukt blijft, zou dat tot een lagere groei van de particuliere consumptie en bedrijfsinvesteringen kunnen leiden dan in de uitgangspunten in tabel 1 is vervat. Huishoudens en bedrijven beseffen dat aanpassingen onvermijdelijk zullen zijn gezien de overheidsfinanciën. Zolang consolidatie achterwege blijft, zullen zij extra financiële reserves aanhouden in de wetenschap dat zij eens met bezuinigingen zullen worden geconfronteerd. Ook is er een reële mogelijkheid dat de lange rentevoet al op de korte termijn op een hoger niveau komt te liggen dan nu in tabel 1 wordt aangenomen, doordat de risicopremies op staatsobligaties toenemen. Dat geldt des te meer als de werkelijke consolidatiemaatregelen achterblijven bij de verwachtingen van de financiële markten.

Tabel 4 geeft het mogelijke effect op de Nederlandse economie van een 'nietsdoen'-scenario. In het scenario stijgen tussen 2010 en 2012 de lange rentes in het eurogebied, de VS en het VK met totaal 1 procentpunt. De daling van het consumenten- en producentenvertrouwen leidt in alle landen tot een stijging van de spaarquote en vakt de groei van de bedrijfsinvesteringen af. Daarnaast dalen de aandelenmarkten. De groei van de

wereldhandel vertraagt hierdoor fors in 2011 en 2012, terwijl de binnenlandse vraag in Nederland weinig herstel vertoont. De groei van het bbp komt in deze jaren uit op 1,3% en 1,5%. Nog belangrijker zijn de gevolgen van 'nietsdoen' voorbij de raminghorizon. Een overheid die aarzelt om het tekort terug te brengen, beschikt in de toekomst over minder buffers om tegenslagen te kunnen opvangen. Dit ondergraaft het vertrouwen in de weerbaarheid van de economie. Ook blijft de lange rente langdurig hoog, vanwege de vraag die overheden op de kapitaalmarkt uitoefenen. Bovendien ondermijnt een geringe begrotingsdiscipline in Europa de werking van de EMU.

In een extreem scenario zou er zelfs opnieuw grote financiële turbulentie ontstaan. Wanneer marktpartijen zich massaal uit het staatspapier van verscheidene Europese landen terugtrekken, zijn de gevolgen vergelijkbaar met die na het Lehman Brothers faillissement. De daarop volgende schok in de reële economie zit nog vers in het geheugen. Zo hebben Nederlandse financiële instellingen en pensioenfondsen exposures op het staatspapier van verscheidene Zuid-Europese landen (zie het artikel 'Recente ontwikkelingen in het toezicht'). Het uitblijven van consolidatie in deze landen kan het risico op verliezen bij deze instellingen vergroten.

Groeirisico's vanuit de financiële sector

De onzekerheden voor de Nederlandse economie houden niet alleen verband met de bereidheid tot budgettaire consolidatie, maar ook met de ontwikkelingen in de financiële sector. De bancaire kredietverlening aan bedrijven vormt een belangrijke spil tussen de financiële sector en de reële economie. De sterke groeierugval die in 2008 inzette, kwam in de zomer van 2009 ten

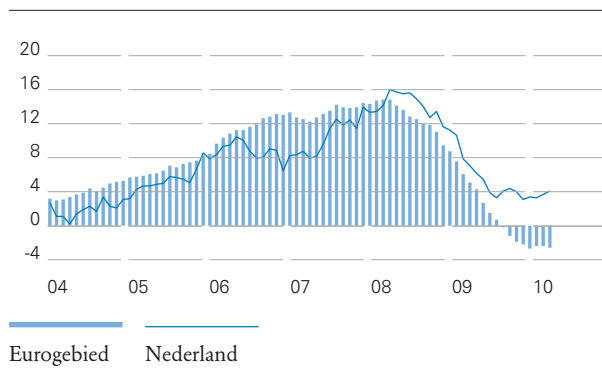
Tabel 4 Risico's bij uitblijvende consolidatie

Procentuele veranderingen, tenzij anders vermeld

	2011	2012
Bruto binnenlands product	1,3	1,5
Volume relevante wereldhandel	2,5	3,6
Werkloosheid (niveau, %)	4,7	4,8
EMU-vorderingensaldo (niveau, % bbp)	-5,6	-5,6
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	1,6	1,4

Grafiek 7 Zakelijke kredietgroei Nederland en eurogebied

Procentuele jaarmutaties



Bron: DNB en ECB.

einde (grafiek 7). Sindsdien fluctueert de kredietgroei rond 4% ten opzichte van het voorgaande jaar, wat beduidend hoger is dan gedurende de vorige recessie. Van maart op april neemt het uitstaande zakelijke krediet zelfs toe met 1%. Gegeven de veel sterkere neergang blijft de zakelijke kredietgroei goed overeind. Dat geldt ook in vergelijking met het eurogebied. Er is geen duidelijk bewijs dat de kredietontwikkelingen de groei drukken.

Toch zijn de kredietvoorwaarden op zakelijke leningen aangescherpt, zo blijkt onder andere uit de Bank Lending Survey (BLS). 33% van de ondervraagde Nederlandse banken gaf aan de kredietvoorwaarden in het eerste kwartaal van dit jaar verder te hebben verscherpt. Deze aanscherping hing bovenal samen met toegenomen risico's samenhangend met de verslechterde conjunctuur. In mindere mate geven banken echter ook aan dat de aanscherping samenhangt met de toegenomen vermogenskosten en balansrestricties. Hoewel het percentage banken dat aangeeft de voorwaarden aan te scherpen sinds begin 2009 sterk is gedaald, is er dus nog geen sprake van een versoepeling. Het risico bestaat dat aanbodfactoren een hindernis worden als de economie verder aantrekt en de kredietvraag weer gaat toenemen.

Hoewel de Nederlandse financiële sector er in vergelijking met een half jaar geleden duidelijk beter voor staat (zie artikel 'Recente ontwikkelingen in de financiële sector') bevindt deze zich nog steeds in een herstructureringsfase. Ook nieuwe maatregelen gericht op de financiële sector spelen hierbij een rol, zoals het door het Bazels Comité voor Banktoezichthouders aangekondigde pakket aan kapitaalversterkende maatregelen. Op dit moment worden de effecten van dit pakket op

het bankwezen geanalyseerd. De timing en wijze van introductie van deze maatregelen luistert nauw, opdat zij het economische herstel niet schaden.

- 1 De Voorjaarsnota 2010 van het Ministerie van Financiën verscheen na afsluiting van de raming. Hierin wordt voor 2010 een overheidstekort van 6,6% van het bbp voorzien voor Nederland.
- 2 Het Duitse pakket van bezuinigingsmaatregelen ter waarde van 80 miljard euro, dat op 7 juni 2010 werd aangekondigd, is hierbij niet meegenomen. Dit pakket is een sterkere consolidatie dan puur in het kader van de Europese afspraken voor Duitsland nodig is.

Recente ontwikkelingen in de financiële sector

De Nederlandse bancaire sector blijft onder flinke druk staan. De leverage ratio – gemeten als eigen vermogen in verhouding tot balanstotaal – ontwikkelt zich minder gunstig als bij vergelijkbare Europese banken.

De verkoop van nieuwe polissen in de levensverzekeringssector blijft fors dalen, mede door de toenemende populariteit van banksparen. Aanpassing van het bedrijfsmodel lijkt onontkoombaar voor deze sector.

De dekkingsgraad van pensioenfondsen is in het tweede kwartaal opnieuw onder grote druk gekomen. Dit hangt vooral samen met de daling van de lange rente, waardoor de verplichtingen van pensioenfondsen toenemen.

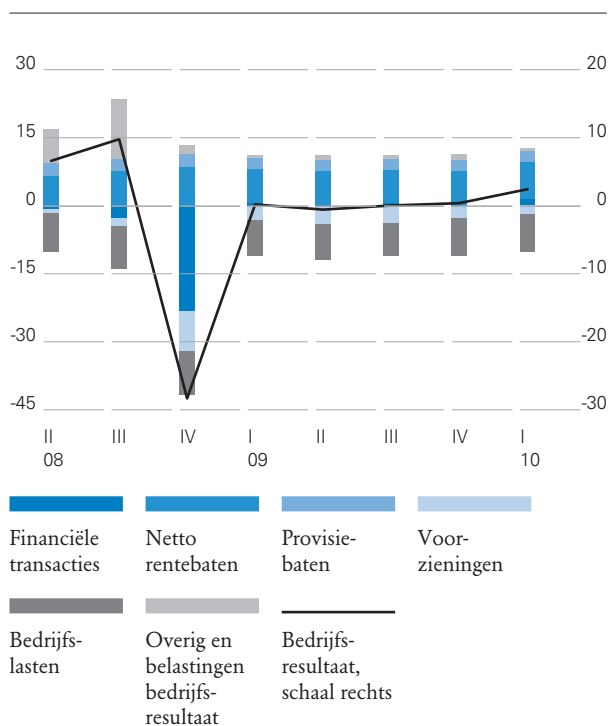
Algemeen

De autoriteiten hebben in het tweede kwartaal drastische maatregelen moeten nemen om de financiële stabiliteit veilig te stellen (zie verder het hoofdstuk Financiële Stabiliteit). Deze maatregelen waren nodig omdat de Griekse schulden crisis zorgde voor brede besmetting in het financiële systeem, waarbij ook Nederland werd geraakt. Zo daalden in de periode half april tot 10 mei de aandelenkoersen van Nederlandse banken met ruim 12% en stegen de risicopremies met 66%. Bij Nederlandse verzekeraars was een soortgelijk patroon zichtbaar. De aankondiging van het Europese vangnet heeft de negatieve spiraal op een aantal deelmarkten doorbroken. Niettemin is de volatiliteit op de financiële markten vooralsnog hoog.

De directe blootstelling van de Nederlandse financiële sector op Griekenland bedraagt circa EUR 18 miljard (tabel 1). Dit betreft grotendeels staatsobligaties maar ook private uitzettingen. Voor Portugal is deze blootstelling EUR 13 miljard. De uitzettingen op Spanje – dat er overigens beter voor staat dan Griekenland –

Grafiek 1 Resultaten Nederlandse banken

Belangrijkste posten, in EUR miljard; Bedrijfsresultaat (schaal rechts), in EUR miljard



Toelichting: 2010-I betreffen voorlopige cijfers.
Bron: DNB.

bedragen circa EUR 100 miljard. De totale uitzettingen op Griekenland, Portugal en Spanje komen overeen met 3,9% van de activa van de Nederlandse financiële sector. Voor banken, die het grootste deel van deze uitzettingen op hun balans hebben staan, is dit percentage 3,8%.

Tabel 1 Uitzettingen van Nederlandse Financiële Instellingen

(In EUR miljard, 09K4)

	Grieken-land	Portugal	Spanje	Totaal
Banken	8,5	9,8	83,5	101,8
Verzekeraars	2,2	0,9	8,8	12,0
Pensioenfondsen	7,3	2,4	19,5	29,2
Totaal	18,0	13,1	111,8	143,0

Bron: DNB (eigen schatting).

Banken

Financiële positie

Sinds het laatste kwartaal van 2008 tot aan het eerste kwartaal van 2010 is de winstgevendheid van de bancaire sector afgenomen. In het afgelopen kwartaal is een bescheiden verbetering van de winst te zien (grafiek 1). Dit wordt deels verklaard door een afname van de toevoegingen aan de post voorzieningen die banken gedurende de huidige kredietcrisis in een versneld tempo hebben opgebouwd. De rentebaten zijn nog steeds de belangrijkste bron van inkomsten. Door de steile rentecurve zijn de rentemarges betrekkelijk hoog. De verschillen in winstgevendheid tussen banken zijn echter aanzienlijk. Factoren die hierbij een rol spelen zijn de flexibiliteit van het businessmodel, specialisatie en afhankelijkheid van rente-inkomsten. Een aantal Nederlandse banken behaalde in het afgelopen jaar bijvoorbeeld goede resultaten op handelsactiviteiten. Voor een deel zijn deze positieve resultaten terug te voeren op het marktherstel sinds maart 2009 en daarom niet structureel van aard.

Financiering banken blijft kwetsbaar

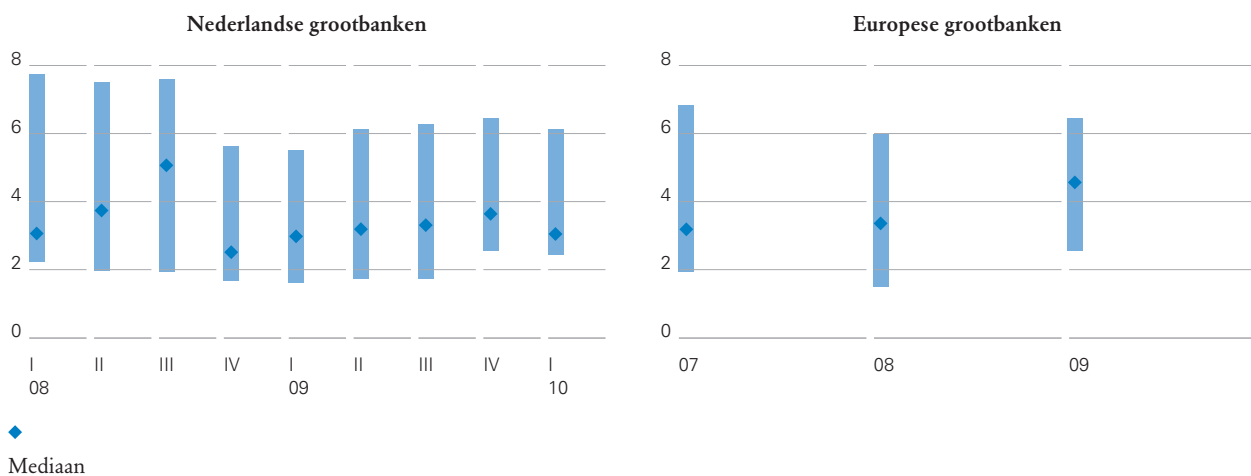
Tijdens de crisis hebben banken tegen betaling gebruik kunnen maken van overheidsgaranties op schuldfinanciering. Vanwege de huidige kwetsbare situatie is op Europees niveau de mogelijkheid tot verlenging van de regeling open gehouden, maar wel tegen een hogere vergoeding. Banken behouden op deze manier een vangnet voor het geval zij geen marktfinanciering kun-

nen aantrekken. Nederland wil de garantieregeling met een half jaar verlengen en heeft de premie overigens al begin 2010 verhoogd om het gebruik van de regeling te ontmoedigen. Het is essentieel dat banken zich actief blijven inspannen om hun financieringspositie te verbeteren, bijvoorbeeld door meer langlopende financiering aan te trekken. DNB houdt de financieringsbehoefte van banken en de wijze waarop deze wordt vervuld nauwlettend in de gaten.

De kwetsbare financiering van banken kan gevolgen hebben voor de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens. Sinds het begin van de crisis is de kredietgroei in Nederland sterk afgenomen, hoewel in de afgelopen maanden enige stabilisatie zichtbaar is. Een belangrijke oorzaak is de lagere vraag naar krediet door de scherpe daling in economische activiteit en daarmee gepaard gaande onzekerheid. De afname van de zakelijke kredietgroei is bijvoorbeeld in lijn met modelramingen op basis van de relatie tussen economische groei en kredietgroei tijdens vorige recessies. Verder heeft de afgekoelde woningmarkt een negatief effect op de kredietverlening. Veel banken stellen in het eerste kwartaal van 2010 een afname van de vraag naar woningfinanciering vast. Overigens lijkt in termen van woningtransacties het dieptepunt op de huizenmarkt gepasseerd. In het licht van de toegenomen economische risico's scherpen banken ook hun acceptatiecriteria voor nieuwe leningen aan –hoewel de aanscherping in het begin van het tweede kwartaal is afgevlakt. Een gevaar is dat wanneer de economie aantrekt en de vraag naar krediet weer toeneemt, het kredietaanbod de beperkende factor gaat

Grafiek 2 Leverage ratio – Nederlandse en Europese grootbanken

In procenten, eigen vermogen / balanstotaal



Toelichting: Blauwe balken betreffen min-max range. Nederlandse grootbanken 2010-I cijfers zijn op voorlopige basis. Cijfers voor Europese

grootbanken zijn gebaseerd op 13 Europese grootbanken. Bron: DNB en jaarverslagen.

vormen. Het tijdig versterken van de financieringspositie vermindert de kans op een dergelijk scenario.

Aanpassingen Bazel 2

Eind vorig jaar kwam het Bazels Comité met voorstellen om de bankensector te versterken. Zo wordt een nieuw raamwerk van liquiditeitseisen geïntroduceerd om ervoor te zorgen dat banken voldoende liquide middelen tot hun beschikking hebben. Verder moeten banken een hogere kwaliteit kapitaal aanhouden, zodat ze beter in staat zijn om verliezen te absorberen. Ook zijn er maatregelen ontwikkeld die ervoor zorgen dat in goede jaren extra kapitaal wordt opgebouwd waarop kan worden ingeteerd tijdens slechte jaren. Bovendien wordt met de leverage ratio, een maatstaf voor de financieringshefboom, een vangnet gecreëerd onder de risicogevoelige kapitaaleisen van Bazel II. Om meer inzicht te krijgen in de gevolgen van de voorstellen, is een impactstudie uitgevoerd bij de banken. De gegevens hiervan worden op dit moment geanalyseerd. Op basis van de uitkomsten zullen de maatregelen worden gekalibreerd. Overigens worden er voor de versterking van het internationale financiële stelsel momenteel diverse initiatieven ontplooid. De voorstellen van het Bazels comité verdienen prioriteit. Een overdaad aan

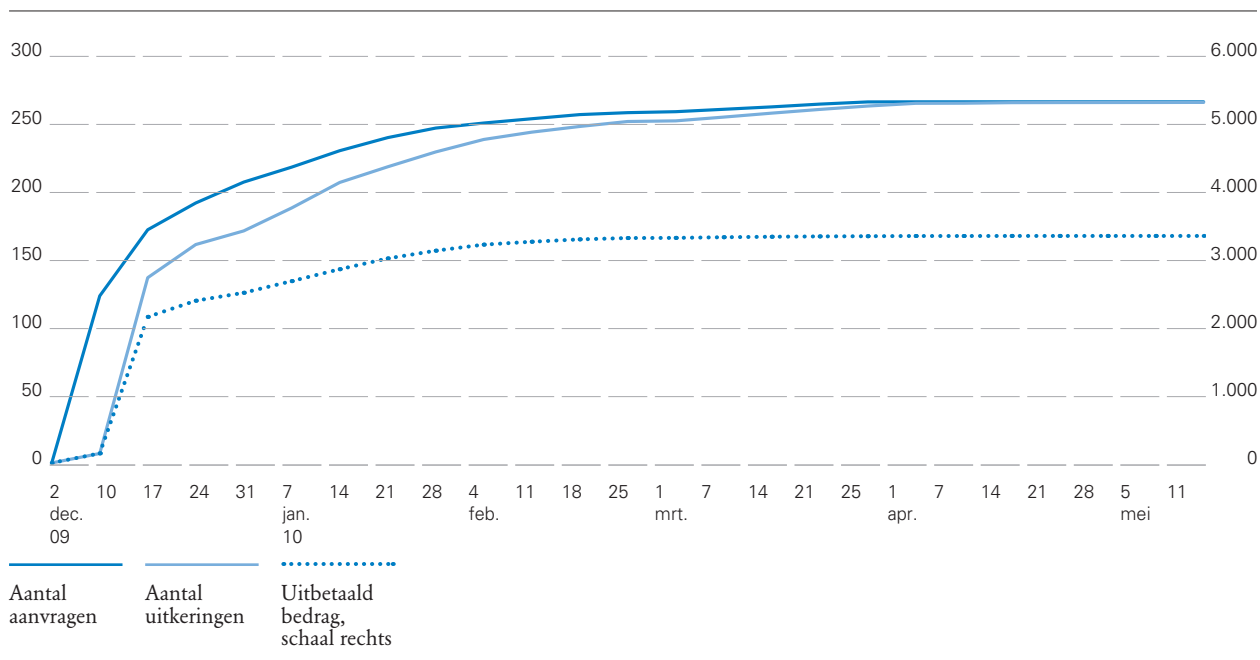
potentiële aanvullende maatregelen mag de aandacht niet van deze prioriteit afleiden.

Tijdens de crisis hebben banken, onder druk van de markt en toezichthouders, hun balansen versterkt. Daarmee liepen zij op sommige punten vooruit op de voorstellen van het Bazels comité. Nederlandse grootbanken hebben met een tier-1 ratio van gemiddeld 13% flinke kapitaalbuffers in vergelijking met andere Europese grootbanken. Ook hebben sommige banken stappen genomen om de kwaliteit van hun kapitaal te verbeteren.

Toch is het waarschijnlijk dat de bancaire sector additionele stappen moet zetten. Zo is de leverage ratio van Nederlandse banken – gemeten als eigen vermogen in verhouding tot balanstotaal – laag in vergelijking met andere Europese grootbanken (grafiek 2). Bovendien is deze maatstaf in het laatste kwartaal verslechterd, terwijl in de vijf kwartalen daarvoor sprake was van een opgaande lijn. Banken kunnen hun eigen vermogen versterken door kapitaal op te halen in de markt. Hoe langer banken hiermee wachten, des te meer concurrentie zij mogelijk zullen ondervinden van andere financiële instellingen. Een andere manier om het eigen vermogen te versterken is winstinhouding door een terughoudender dividendbeleid. Hierbij past wel de kanteke-

Grafiek 3 Aanvragen en uitkeringen depositogarantiestelsel – in het kader van faillissement van DSB

Aanvragen en uitkeringen in duizenden; Uitbetaald bedrag in EUR miljoen (schaal rechts)



Bron: DNB.

ning dat het bedrijfsresultaat van Nederlandse banken relatief laag is in vergelijking met andere Europese banken, waardoor er thans weinig mogelijkheden zijn om via ingehouden winsten het kapitaalniveau te versterken. Door de kosten effectief te verlagen kunnen Nederlandse banken hun winstniveaus verbeteren en ook langs dat kanaal hun eigen vermogen versterken. Als banken niet voldoende kapitaal kunnen aantrekken of opbouwen, zullen zij activa moeten verkopen.

De fusie tussen ABN Amro en Fortis

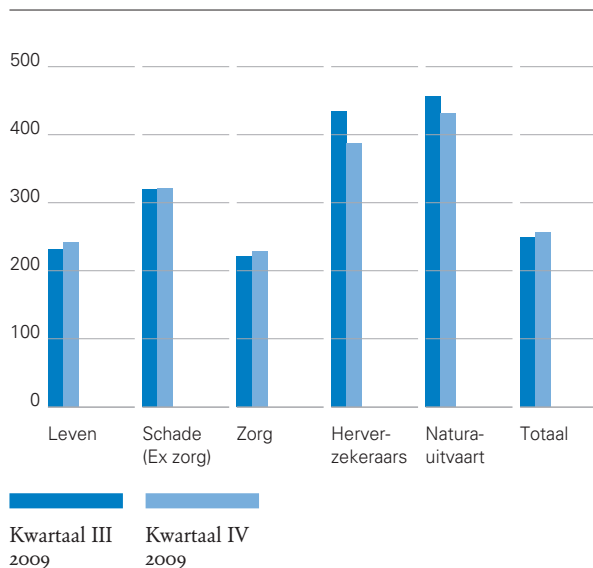
Op 1 april is de ABN Amro-RBS holding officieel gesplitst in twee delen en staat de nieuwe ABN Amro op eigen benen. Er kan een aanvang worden gemaakt met het samengaan met Fortis Bank Nederland. De komende tijd staat het management van de bank voor de uitdaging het integratieproces verder vorm te geven en tegelijkertijd het lopende bankbedrijf effectief aan te sturen. De toekomstige winstgevendheid van de gefuseerde bank hangt in belangrijke mate af van het succes van de aangekondigde kostenbesparingen. Bovendien moet de gecombineerde instelling haar solvabiliteitspositie versterken, gezien de uitgesproken ambitie om een hoger kredietoordeel te verkrijgen.

DSB en het depositogarantiestelsel

Voor de uitvoering van het depositogarantiestelsel voor DSB Bank heeft DNB inmiddels 267.500 uitkeringen gedaan voor een bedrag van EUR 3,37 miljard (EUR 3,51 miljard inclusief uitkeringen onder een voorschotregeling; grafiek 3). In totaal heeft 98,6% van de niet-achtergestelde (zie hieronder) aanvragers de volledige schade als gevolg van het faillissement vergoed gekregen. Een groot deel van de aanvragen die voor Kerstmis binnen waren, kon nog voor de feestdagen worden uitbetaald, conform de toezegging van de Minister aan de Tweede Kamer. Dit betrof circa 162.000 aanvragen (EUR 2,4 miljard). De snelle uitbetaling was mogelijk doordat DNB het gehele proces – van aanvraag tot uitkering – heeft geautomatiseerd. Onderdeel van dit proces was de inzet van de DigiD-functionaliteit, waarvan bijna 80% van de aanvragers gebruik heeft gemaakt. Verder is er momenteel een procedure aanhangig over de vraag of houders van een achtergesteld deposito al dan niet terecht van dekking onder het depositogarantiestelsel zijn uitgesloten. De totale waarde van de achtergestelde deposito's bedraagt circa EUR III miljoen.

Grafiek 4 Solvabiliteitsratio Nederlandse verzekeraars

In procenten, is aanwezige solvabiliteit gedeeld door vereiste solvabiliteit



Bron: DNB.

Verzekeraars

Financiële positie

Over geheel 2009 bezien is er een breed herstel van de solvabiliteitspositie van de verzekeringssector (van 221% naar 254%), met name door herstel op de financiële markten. In het laatste kwartaal van 2009 veranderde de solvabiliteit van verzekeraars overigens slechts marginaal (grafiek 4). Het beleggingsresultaat in het vierde kwartaal van 2009 was minder hoog dan in het succesvolle derde kwartaal. Niettemin lieten de levens- en schadesector een solide beleggingsrendement zien. Als de kapitaalmarktrente aanhoudend laag blijft, wordt het lastiger een hoog rendement voor eigen rekening te behalen. Vooral voor de levensverzekeraars, met een aanzienlijke beleggingsportefeuille aan vastrentende waarden, kan dit de winstgevendheid onder druk zetten.

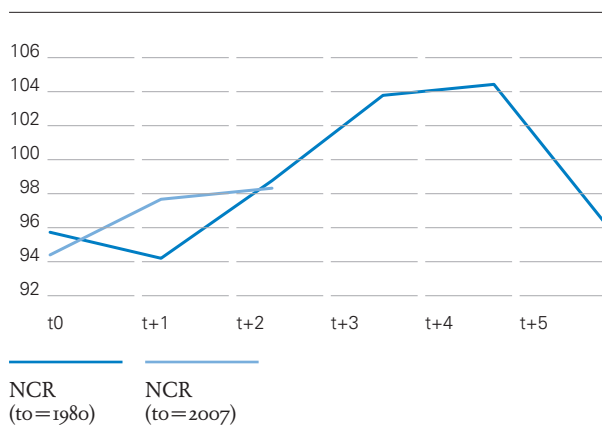
Afname productie leven

De afname van nieuwe verkoop van individuele levensverzekeringopolissen lijkt zich in de eerste maanden van 2010 door te zetten, zo blijkt uit cijfers van het Centrum voor Verzekeringsstatistiek (CVS).

Dit kan worden toegeschreven aan een combinatie van tijdelijke en structurele factoren. Als tijdelijke factor

Grafiek 5 Net Combined Ratio – Schade (excl. zorg)

Twee perioden van laagconjunctuur vergeleken



Bron: DNB.

Toelichting: Net combined ratio = (geleden schade eigen rek. + bedrijfskosten) / verdiende premies eigen rek. x 100. De donkere curve toont de ontwikkeling van de NCR in de jaren '80 en de lichte curve toont de ontwikkeling van de de NCR vanaf 2007.

speelt de economische neergang een rol; zo vertaalt de lage activiteit op de woningmarkt zich in een daling van de productie van hypotheekgerelateerde polissen. Deze factor kan echter maar een gedeelte van de teruggang verklaren. Hypotheekgerelateerde producten vormen slechts een onderdeel van de totale productie van levensverzekeringen, terwijl de daling van de nieuwe productie in vrijwel alle productcategorieën zichtbaar is.

Door de invoering van de Wet Banksparen in 2008 ondervinden levensverzekeraars toenemende concurrentie van banken en beleggingsinstellingen. Hoewel de omvang van bankspaarproducten met EUR 2,4 miljard ultimo 2009 beperkt is, zijn deze spaarproducten maar liefst verviervoudigd ten opzichte van het jaar daarvoor. Een aanzienlijk deel van de nieuwe productie van gefaciliteerde vermogensvorming komt voor rekening van bankspaarproducten. Naar verwachting neemt het marktaandeel van banksparen de komende jaren verder toe. De snelheid hiervan hangt onder meer af van de geneigdheid van bestaande verzekeringsspolishouders hun polis over te sluiten naar een bankspaarpolis en het stadium waarin de huidige portefeuilles van verzekeraars zich bevinden.

Naarmate polissen in de portefeuille dichter bij expiratie komen, neemt de kans op oversluiting toe.

Wat dit zal betekenen voor individuele levensverzekeraars is mede afhankelijk van de snelheid en de mate waarin ze hun kostenbasis kunnen verlagen. Daarnaast is de mix van groepscontracten en individuele contracten van belang. De vooruitzichten voor de markt voor

groepscontracten zijn in bepaalde opzichten beter, bijvoorbeeld doordat pensioenfondsen hun portefeuilles overdragen aan verzekeraars. Deze markt is echter 20% kleiner dan de markt voor individuele contracten en bovendien minder winstgevend. Daarbij kunnen pensioenfondsen alleen hun portefeuilles overdragen als ze niet in onderdekking verkeren. Al met al zet de introductie van banksparen de verdien capaciteit in een groot deel van de levensverzekeringssector structureel onder druk. Aanpassing van het bedrijfsmodel lijkt onontkoombaar.

Schade- en zorgsector

De schade- en zorgsector lijkt de crisis goed door te komen, waarbij vooral de premie-inkomsten in de zorgsector stijgen. Hoewel premie-inkomsten in de schade-sector in 2009 stabiel bleven, kan door een langdurige periode van economische neergang de winstgevendheid van deze sector onder druk komen te staan. Zo nam tijdens de recessie in de jaren tachtig van de vorige eeuw de zogeheten netto combined ratio – schade-uitkeringen en operationele kosten als percentage van de premie-inkomsten – met 9 procentpunt toe (grafiek 5). Operationeel gezien was de sector toen verlieslatend.

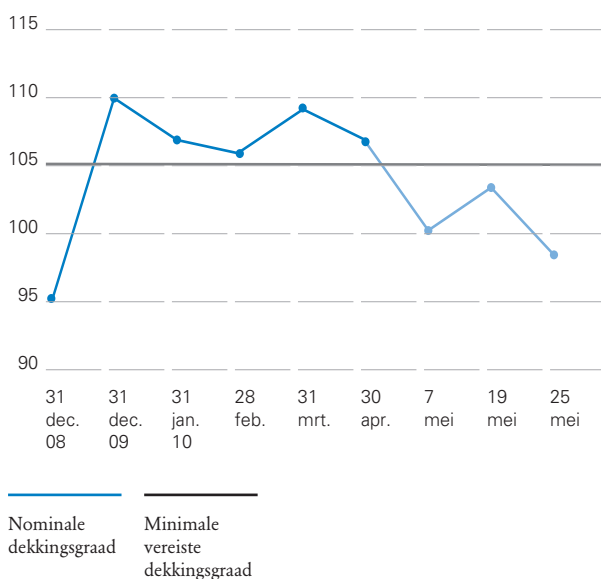
Uit cijfers van het College voor Zorgverzekers (CVZ) blijkt dat naar verwachting het tekort van het zorgverzekeringsfonds (Zvf) ultimo 2009 is opgelopen tot EUR 3 miljard. In het fonds, waaruit de bijdragen voor de risicoverevening aan de zorgverzekeraars worden betaald, gaat jaarlijks ongeveer EUR 20 miljard om. Het Zvf wordt gefinancierd uit de inkomensafhankelijke bijdragen (procentuele premies) en de Rijksbijdrage. Daarnaast zijn er de nominale premies om zorgkosten mee te financieren. Om het tekort in het Zvf de komende jaren terug te dringen, is een verhoging van de zorgpremies nodig.

Regelgeving: Solvency II

Volgens planning gaat eind 2012 het nieuwe Europese toezichtsraamwerk Solvency II van start. Dit brengt aanzienlijke veranderingen met zich mee voor de verzekeringssector. Dit komt niet alleen door de verhoogde kapitaaleisen ten opzichte van de huidige situatie, maar ook door de aanpassingen die voortvloeien uit Pilaar II. Hierdoor worden instellingen gedwongen hun risicomanagement, governance en bedrijfsmodel kritisch onder de loep te nemen en te verbeteren. Vanwege de ingrijpende veranderingen is het noodzakelijk dat verzekeraars tijdig beginnen met de aanpassingen die noodzakelijk zijn voor de migratie naar Solvency II.

Grafiek 6 Gewogen gemiddelde dekkinggraad van Nederlandse pensioenfondsen

In procenten van de verplichtingen, dekkinggraden vanaf 30 april zijn voorlopige ramingen



Bron: DNB.

Toelichting: Dekkinggraden zijn schattingen van DNB. Minimaal vereiste dekkinggraad is bij benadering.

DNB heeft recentelijk een vragenlijst uitgezet bij alle verzekeraars om een beeld te krijgen van de voorbereiding van de sector. Medio juni worden de eerste resultaten geanalyseerd. Daarnaast wordt dit jaar een nieuwe Quantitative Impact Study (QIS₅) uitgevoerd om de gevolgen voor de kapitaaleisen inzichtelijk te krijgen.

Pensioenfondsen

Financiële positie

Door de recente marktontwikkelingen naar aanleiding van Griekenland, zijn de reserves van pensioenfondsen in mei opnieuw onder forse druk komen te staan. Uit voorlopige ramingen van DNB blijkt dat de gemiddelde dekkinggraad eind mei circa 98% is (grafiek 6). De verslechtering van de dekkinggraad hangt vooral samen met de daling van de lange rente, waardoor de langlopende verplichtingen van pensioenfondsen in waarde stijgen. Daarnaast worden de beleggingen van pensioenfondsen minder waard door de daling van aandelenkoersen. Door het reservetekort van de pensioensector als geheel kunnen nieuwe schokken onvolgende worden opgevangen.

Hervormingen van het stelsel

De toekomstbestendigheid van het huidige Nederlandse pensioensysteem staat in toenemende mate onder druk. Dit komt gedeeltelijk door de steeds verder oplopende levensverwachting en de aanhoudend lage kapitaalmarktrente. Daarnaast neemt door de vergrijzing het aantal gepensioneerden in verhouding tot het aantal premiebetalende deelnemers toe, waardoor het voor fondsen moeilijker wordt in economisch zware tijden via premieverhogingen de dekkinggraad te verbeteren.

De discussie over de toekomst van het Nederlandse pensioenstelsel wordt de komende tijd gevoerd door politiek en sociale partners. Het is belangrijk dat er een herziening komt van het wettelijk kader waarbinnen pensioenregelingen worden afgesproken, zodat het systeem beter bestand kan worden gemaakt tegen demografische en ongunstige economische ontwikkelingen. Dergelijke aanpassingen verdienen prioriteit, ook als de financiële markten herstellen en het gevoel van urgentie afneemt. Essentieel is dat pensioenfondsen de noodzakelijke aanpassingen helder communiceren aan hun deelnemers.

Recente ontwikkelingen in het betalings- en effectenverkeer

De totstandkoming van de Europese betaalruimte (SEPA) heeft niet alleen gevolgen voor banken, maar ook voor bedrijven en overheidsinstellingen. Uit een recente enquête blijkt dat vooral kleine ondernemingen zich hier nog niet bewust van zijn. Op dit moment is dat nog niet zo'n probleem, toch is het goed als ook bij deze kleine ondernemingen het bewustzijn groeit.

De schade door skimming voor banken bedroeg in 2009 EUR 36 miljoen.

Op de Nederlands-Antilliaanse eilanden Bonaire, Sint-Eustatius en Saba wordt vanaf 1 januari 2011 alleen nog maar met de dollar betaald. DNB heeft de voorbereidingen van deze omwisseling op zich genomen.

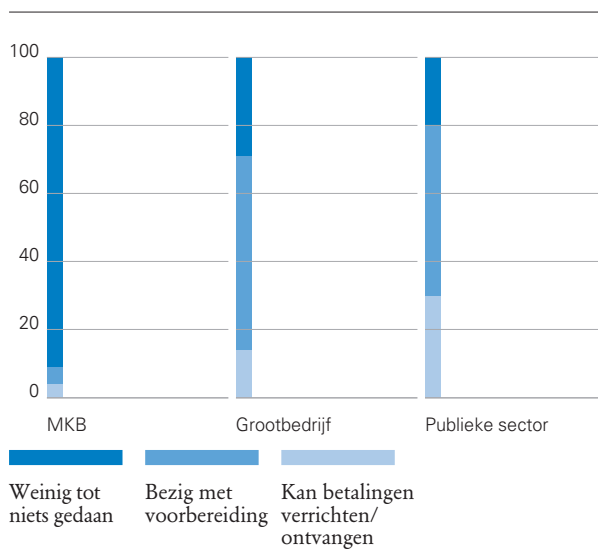
Retail betalingsverkeer

Bewustwording bij bedrijven en overheden van SEPA

In Nederland hebben de meeste midden- en kleinbedrijven (MKB), grootbedrijven en overheidsinstanties nog veel te doen voor de overgang naar Europese betaalproducten. Dit blijkt uit een in het Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer (MOB) gehouden monitor onder grote overheidsinstellingen, grootbedrijven, het MKB en softwareleveranciers. De monitor wordt twee keer per jaar gehouden. Via deze monitor wordt de bewustwording gemeten van wat SEPA voor overheden en bedrijven betekent. Daarnaast geeft de monitor

Grafiek 1 Fase voorbereiding overgang Europese overschrijving

In procenten

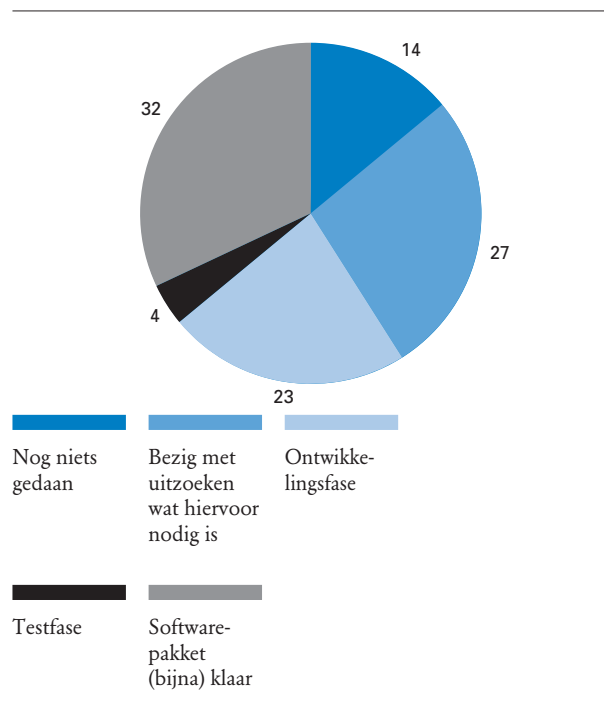


inzicht in de voorbereiding van bedrijven en overheden op en het feitelijke gebruik van Europese betaalmiddelen.

Het grootste gedeelte van de publieke sector en het grootbedrijf lijkt zich bewust te zijn van de gevolgen van SEPA voor de eigen organisatie. Bij het MKB is het kennisniveau over de gevolgen van SEPA voor de eigen organisatie vooralsnog vrij beperkt. Op dit moment is de Europese overschrijving al op de markt, die wordt gevolgd door de Europese incasso. Een groot gedeelte van de grootbedrijven en de publieke sector is bezig met de voorbereidingen op de Europese overschrijving. Bij het MKB zijn nog maar weinig bedrijven bezig met de voorbereidingen. Een klein gedeelte is al gebruiker van de Europese overschrijving (zie grafiek 1). In de vragenlijst zijn ook al vragen opgenomen over de Europese incasso en uit de antwoorden blijkt dat de meeste bedrijven graag in één keer over willen gaan op de twee nieuwe Europese betaalproducten. Hoe langer twee systemen naast elkaar moeten werken, hoe meer dat kost.

Grafiek 2 Hoe ver bent u met de ontwikkeling van software voor SEPA betaalproducten voor binnenlandse betalingen?

In procenten



De softwareleveranciers zijn belangrijk in de overgang naar Europese betaalproducten: zij ontwikkelen de software die bedrijven en overheidsinstellingen nodig hebben om over te gaan op SEPA. Het merendeel van de softwarebedrijven is bezig met de komst van Europese betaalmiddelen, zij het in verschillende stadia (zie grafiek 2). Hierbij zijn ze verder met de ontwikkeling van softwarepakketten voor de Europese overschrijving dan voor de Europese incasso.

Over het algemeen staan de publieke sector en het grootbedrijf positief tegenover de komst van SEPA (zie grafiek 3). Het MKB is vrij neutraal en ziet dit niet als een uitgesproken positieve of negatieve ontwikkeling. Als risico's worden onder andere gezien dat niet alle landen gelijk klaar zullen zijn, onduidelijkheid en mogelijke onveiligheid van de Europese incasso. De uitkomsten van de monitor worden gebruikt ter ondersteuning van de voorbereidingen van de zakelijke gebruikers op de komst van de Europese betaalmarkt.

Skimming bij geld- en betaalautomaten in Nederland

In 2009 bedroeg de schade voor banken door skimming van pinpassen EUR 36 miljoen; dat is zestien procent meer dan het schadebedrag in 2008 (EUR 31 miljoen), zo blijkt uit cijfers van de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB). Deze schade komt voor rekening van de banken. Getroffen consumenten worden schadeloos gesteld. In 2009 is bij 32.000 betaalpassen schade ontstaan door skimming (op een totaal van 25 miljoen betaalpassen die in omloop zijn). Hoewel het aantal skimincidenten is gestegen, is door detectiemaatregelen de schade per geskimde kaart in 2009 afgenomen van EUR 1500 (in 2008) naar EUR 1100.

Bij skimming kopiëren criminelen de magneetstrip van een pinpas of creditcard en bemachtigen ze de pincode op het moment dat een rechtmatige transactie wordt verricht. Vervolgens maken ze een kopie van de kaart waarmee ze geld kunnen opnemen en betalen in

binnen- en buitenland. Voor deze vorm van betaalpasfraude misbruiken criminelen naast geldautomaten van banken en betaalautomaten in winkels ook onbemande betaalautomaten en mobiele betaalautomaten. Met de komst van Europese betaalpassen wordt de magneetstrip vervangen door de EMV chip. Pinnen met de EMV chip bemoeilijkt skimmingfraude omdat de chip veel moeilijker te kopiëren is. In Nederland zal uiterlijk eind 2011 alleen nog gepind kunnen worden met gebruik van de chiptechnologie.

Banken, OM en politie werken in 2010 intensief samen om de stijgende trend van skimming te doorbreken. Deze samenwerking bestaat onder andere uit het (internationaal) uitwisselen en analyseren van informatie, waardoor criminele netwerken eerder opgespoord en vervolgd kunnen worden.

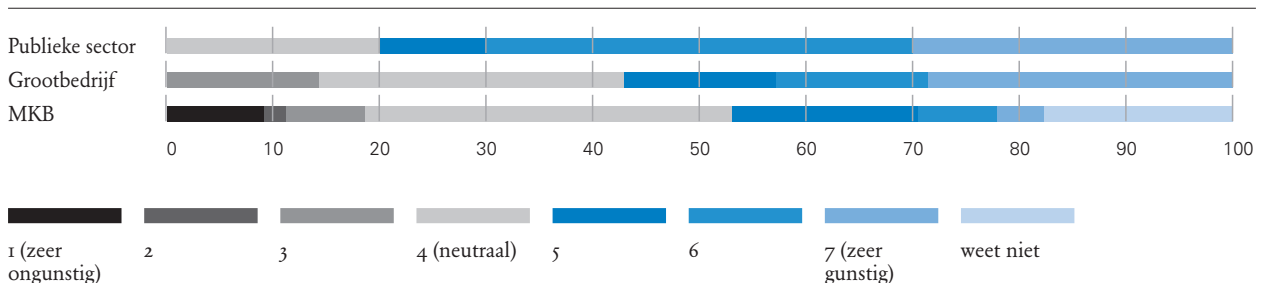
De invoering van de dollar op Bonaire, Sint-Eustatius en Saba

Per 1 januari 2011 wordt de Amerikaanse dollar de geldeenheid op de Nederlands-Antilliaanse eilanden Bonaire, Sint-Eustatius en Saba (BES-eilanden). De Nederlandse Antillen verdwijnen op 10 oktober 2010 als staatkundige eenheid. De eilanden worden dan onderdeel van het Nederlandse staatsbestel. Het Ministerie van Financiën heeft aan de Nederlandsche Bank (DNB) gevraagd de voorbereidingen voor de invoering van de dollar op zich te nemen. De Nederlands-Antilliaanse guldens moeten worden omgewisseld in Amerikaanse dollars en ook de aangehouden tegoeden bij de kredietinstellingen op de eilanden moeten worden omgezet.

De keuze voor de Amerikaanse dollar, genomen in overleg tussen de Nederlandse overheid en de eilandsbesturen, is logischer dan het wellicht op voorhand lijkt. De Antilliaanse gulden heeft al lange tijd een vaste pariteit met de Amerikaanse dollar, die sinds 1971 niet meer is veranderd. Door de vaste pariteit en de geografische ligging heeft de internationale handel van de eilanden

Grafiek 3 Verwachte gevolgen SEPA voor eigen organisatie

In procenten



zich voor een groot deel op dollareconomieën gericht.

De invoering van de dollar op de BES-eilanden vertoont overeenkomsten met de invoering van de euro in Nederland. Zo zijn de huidige en de nieuwe valuta gedurende een maand naast elkaar wettig betaalmiddel. Het beleid is erop gericht de gulden sneller uit het contante betalingsverkeer te laten verdwijnen. Dit wordt bereikt door vanaf 1 januari via geldautomaten en aan balies van banken uitsluitend dollars te verstrekken en bij toonbanken de dollar als wisselgeld te laten teruggeven. Belangrijke verschillen tussen beide omwisseloperaties zijn dat de voorbereidingstijd aanzienlijk korter is en dat zowel de chartale als de girale omwisseling gelijktijdig van start gaan.

Na de omwisseling behoudt DNB een rol op de BES-eilanden, namelijk de taak om de goede werking van het betalingsverkeer op de BES te bevorderen. Dit omvat mede de geldsomloop van de dollarbiljetten en -munten.

Oversight

Pas op de plaats voor interoperabiliteit tussen clearinghuizen

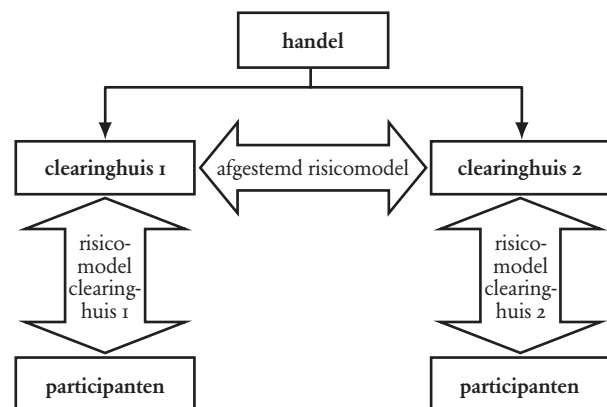
Samen met de AFM en andere betrokken toezichthouders heeft DNB, naar aanleiding van ontwikkelingen in de markt, bezwaren gemaakt tegen de wijze waarop clearinghuizen interoperabiliteit wilden vormgeven. Een clearinghuis zorgt voor de centrale afwikkeling van een effectentransactie en is daarmee een belangrijke component van een veilige en efficiënte financiële markt. Het gaat dan om een transactie in aandelen, obligaties of derivaten die op een handelsplatform, zoals een beurs, tot stand is gekomen. Meestal wordt één handelsplatform gecleard door één bepaald clearinghuis. Indien clearinghuizen onderling links aangaan is het mogelijk dat een markt door meerdere clearinghuizen wordt gecleard (zie figuur 1). Het aangaan van links wordt ook wel interoperabiliteit genoemd. Interoperabele clearinghuizen moeten hun operationele organisatie hierop aanpassen en hun managementmodel voor financieel risico robuust en veilig inrichten. Interoperabiliteit kan concurrentie tussen clearinghuizen bevorderen en daarmee de kosten voor marktparticipanten drukken.

EMCF is een Nederlands clearinghuis dat interoperabel wil worden met het Zwitserse clearinghuis SIX X-Clear en met het Britse clearinghuis LCH.Clearnet Ltd. Ook het Britse clearinghuis EuroCCP wil links aangaan met bovengenoemde clearinghuizen. In de zomer van 2009 hebben deze clearinghuizen hun plannen gepresenteerd aan de relevante Nederlandse, Britse en/of

Zwitserse toezichthouders. Na een grondige analyse zijn DNB en de AFM tot de conclusie gekomen dat het eind 2009 ingediende voorstel voor de inrichting van de links niet voldoet aan de relevante, internationale standaarden en bovendien leidt tot risico's die onvoldoende beheersbaar zijn in het financiële systeem. De bezwaren richten zich vooral op de wijze waarop het kredietrisico tussen de CCP's wordt afgedekt. DNB en de AFM hebben EMCF gevraagd om zijn voorstellen voor interoperabiliteit met LCH.Clearnet Ltd. en SIX X-Clear te herzien. Ook de Britse en Zwitserse toezichthouders bleken gevoelig voor de argumenten van DNB en de AFM. De inrichting van de bestaande link tussen LCH.Clearnet Ltd. en SIX X-Clear wordt daarom herzien.

DNB en de AFM hebben samen met de Britse Financial Services Authority (FSA), de Zwitserse Nationale Bank (SNB) en de Zwitserse effectentoezichthouder Finma, begin dit jaar een verklaring afgegeven over interoperabiliteit. De gezamenlijke verklaring had tot doel duidelijkheid te scheppen richting clearinghuizen, handelsplatforms en andere marktpartijen over de positie van de toezichthouders ten opzichte van interoperabiliteit. In de verklaring erkennen de toezichthouders de potentiële voordelen van interoperabiliteit tussen clearinghuizen. Maar interoperabiliteit introduceert ook nieuwe risico's in het financiële systeem, zoals kredietrisico's, juridische risico's, operationele risico's en settlement risico's. Deze risico's dienen te worden onderkend en gemitigeerd. Het kredietrisico tussen clearinghuizen moet worden gemitigeerd door extra onderpand te vragen aan marktparticipanten. Hogere risico's betekenen dus hogere kosten voor marktpar-

Figuur 1 Onderlinge links tussen clearinghuizen



tijen. De verwachting is dat de voordelen van interoperabiliteit voor marktpartijen uiteindelijk hoger zijn dan deze additionele kosten voor onderpand. EMCF, EuroCCP, LCH.Clearnet Ltd. en SIX X-Clear werken nu samen aan een nieuw interoperabiliteitsmodel.

Het internationaal financieel stelsel nog immer onder druk

Sinds de kredietcrisis zijn mondiale wisselkoersen flink in beweging. Zo ondervindt de euro na een initiële appreciatie momenteel neerwaartse druk door zorgen over onevenwichtigheden binnen het eurogebied die samenhangen met de houdbaarheid van overheidsfinanciën. Opkomende economieën ervaren tegenovergestelde krachten: hernieuwde kapitaalstromen, op gang gebracht door een opvallend snel economische herstel en het uitzonderlijk ruime monetair beleid in de ontwikkelde economieën, leiden tot sterk opwaartse druk op hun valuta's. Landen met een dollar-koppeling, zoals China, riskeren dat aanpassingen vooral via binnenlandse prijsstijgingen plaatsvinden. Het is daarom voor hen van belang bubbelvorming in vermogensprijzen tegen te gaan om schoksgewijze aanpassing te voorkomen.

Inleiding

Door de uiteenlopende macroeconomische ontwikkelingen en de aanhoudende financiële crisis staat het internationaal financieel stelsel nog immer onder druk. Enerzijds kampt Europa met een vertrouwencrisis door buitensporige overheidsfinanciën. Anderzijds maken opkomende economieën een sterke groei door en moeten zij waken voor oververhitting. In de Verenigde Staten wint het economisch herstel geleidelijk aan kracht. Deze uiteenlopende mondiale ontwikkelingen vinden hun weerslag in de wisselkoersverhoudingen. De euro is in deze turbulente periode onder druk komen te staan en verloor in een half jaar tijd ongeveer 15% ten opzichte van zowel de Amerikaanse dollar als de Japanse yen (grafiek 1). In dit artikel komen allereerst de ontwikkelingen in het eurogebied en de geboden steunmaatregelen aan bod. Vervolgens is kort aandacht voor het Amerikaanse herstel, waarna wordt ingegaan op kapitaalstromen naar opkomende economieën.

Kwetsbare schuldposities in het Eurogebied

In de eerste helft van 2010 hield onzekerheid over de schuldhoudbaarheid van enkele perifere eurolanden de financiële markten in hun greep. Vooral voor Griekenland kwam de financierbaarheid van schulden onder zware druk te staan. Investerders werden geconfronteerd met verlagingen van de kredietrating voor zowel Griekse staatsobligaties als het Griekse bankwezen, een opwaartse bijstelling van het Griekse begro-

tingstekort over 2009 en onduidelijkheid over de wijze waarop internationale steun al dan niet vorm zou krijgen. De rente op Griekse staatsleningen steeg tot grote hoogte en ook de kosten voor een verzekering tegen een faillissement van Griekenland schoten omhoog.

Steun voor Griekenland

Eind april vroeg de Griekse regering officieel om financieringssteun van de eurolanden en het IMF. Begin mei kreeg deze steun zijn beslag in de vorm van een lening à EUR 110 miljard voor een periode van drie jaar; het IMF neemt hiervan EUR 30 miljard voor zijn rekening. Aan de lening zijn strikte voorwaarden verbonden om de Griekse overheidsfinanciën en concurrentiepositie op orde te brengen. Het historisch grote steunpakket was erop gericht de financieringsonzekerheden voor Griekenland weg te nemen. Niettemin dreigde nog steeds een brede besmetting binnen het financiële systeem. Staatsleningen van andere eurolanden (in het bijzonder Ierland, Portugal en Spanje), normaal gesproken zeer liquide, werden slecht verhandelbaar door buitengewone risico-aversie van marktpartijen. Dit toegenomen landenrisico werkte via waardeverliezen op balansen door op de financiële sector. Daarmee dreigde opdrogende liquiditeit in de interbancaire geldmarkt, zoals kort na de val van Lehman Brothers in 2008 gebeurde. Inmiddels beperkte de spanning zich niet meer tot Europa. Mondiaal nam de volatiliteit van aandelen- en valutamarkten toe.

Breed vangnet voor het Eurogebied

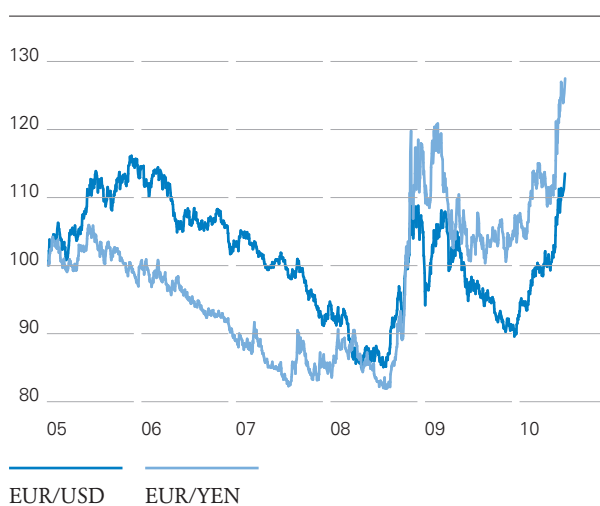
Onder dit gesternte kondigden Europese regeringsleiders op maandag 10 mei maatregelen aan om de financiële stabiliteit te waarborgen met als kern een noodplan dat voorziet in een stabilisatiemechanisme voor de eurozone. Dit mechanisme heeft een omvang van EUR 500 miljard, waarvan EUR 60 miljard meteen beschikbaar was gesteld door de Commissie. De overige EUR 440 miljard bestaat uit een driejarige garantstelling door eurolanden voor een gemeenschappelijk financieringsvehikel. Verder heeft het IMF aangekondigd bij activering van het mechanisme minimaal de helft van de Europese steun bij te dragen. Aan daadwerkelijke steun zijn zware voorwaarden verbonden ten aanzien van het economisch beleid, zoals gebruikelijk bij IMF-programma's. De effectiviteit van het vangnet hangt immers samen met de bereidheid van landen hervormingen door te voeren.

De ECB besloot, na bekendwording van het noodplan, over te gaan tot het aankopen van publiek en privaat schuld papier in de secundaire markt. Met het opkoopprogramma richt de ECB zich op niet-functioenerende segmenten van de obligatiemarkt die de monetaire transmissie dreigden te verstoren (zie het artikel 'Economische ontwikkelingen en vooruitzichten'). De ECB benadrukte dat hiermee van kwantitatieve verruiming geen sprake zal zijn: de monetaire verruiming wordt gesteriliseerd door deze elke week vast te zetten op een deposito met een looptijd van één week. Het pakket maatregelen werd gecompliceerd door hernieuwde inzet van volledige toewijzing in herfinancieringsoperaties met een looptijd van drie maanden en de herintroductie van een herfinancieringsoperatie met een looptijd van zes maanden. Omdat er voor Europese banken krapte ontstond op de dollargeldmarkt zijn daarnaast ook de herfinancieringsoperaties in dollars geïntroduceerd, gefaciliteerd door het heropenen van de swaplijn met de Fed. Banken hebben hier, vanwege onaantrekkelijke prijsstelling, tot dusverre slechts beperkt gebruik gemaakt.

Een tijdig en adequaat ingrijpen van autoriteiten was van het uiterste belang om een nog kwetsbare financiële sector en economie te beschermen tegen een nieuwe periode van besmettingsgevaar en opdrogende markten. Het geboden vangnet laat echter onverlet dat Europese landen hun huishoudboekje en concurrentiepositie op orde moeten brengen (zie het artikel 'Versterking begrotingsdiscipline in het eurogebied').

Grafiek 1 Wisselkoers euro tegenover Amerikaanse dollar en Yen

Index: 1 januari 2005 = 100



Bron: Datastream.

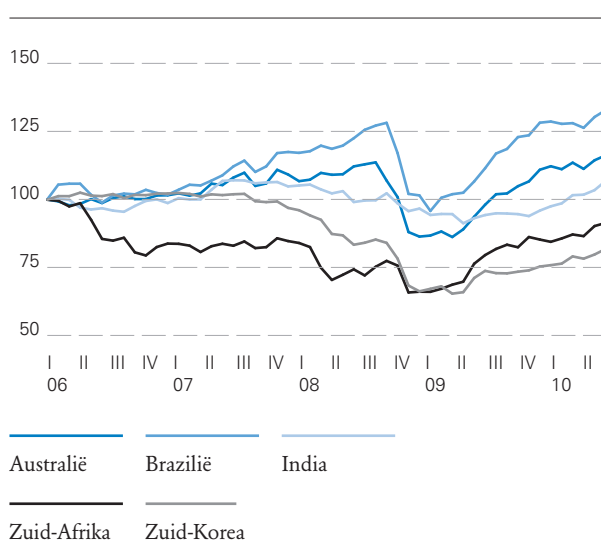
Voorzichtig herstel in de Verenigde Staten

Mede door de turbulente ontwikkelingen in het eurogebied wordt de dollar door investeerders opnieuw beschouwd als 'veilige haven'. Daarbij zijn ook de groeiverwachtingen voor de Amerikaanse economie momenteel beter dan voor Europa. Zo groeide het Amerikaanse bbp in het eerste kwartaal van dit jaar met 3,2% (kwartaal-op-kwartaal, geannualiseerd). Hoewel hiermee de gunstige lijn uit de laatste kwartalen van 2009 wordt doorgezet, is de verwachting dat het huidige Amerikaanse herstel zwakker is dan in normale conjunctuurcycli door een nog kwetsbare woningmarkt en een werkloosheid die tot recordhoogte (9,9% in april) is gestegen. De kerninflatie in de Verenigde Staten is daarbij in april teruggevallen tot het laagste peil sinds 1966.

Tegen deze achtergrond, maar ook door de scherpe daling van vermogensposities sinds de uitbraak van de kredietcrisis, is het waarschijnlijk dat Amerikaanse huishoudens zich langere tijd voorzichtig zullen opstellen en meer zullen sparen. De toenemende spaarquote is mede toe te schrijven aan de scherpe daling van de vermogenspositie van huishoudens sinds de uitbraak van de kredietcrisis. Een aantal andere factoren verkleint evenzeer de kans op een al te sterke opleving van de economie. Zo heeft het bankwezen nog steeds te kampen met vastgoedverliezen en zal de Amerikaanse overheid haar grote begrotingstekort, van naar verwachting 10,9% bbp in 2010, moeten terugbrengen.

Grafiek 2 Ontwikkeling reële effectieve wisselkoersen

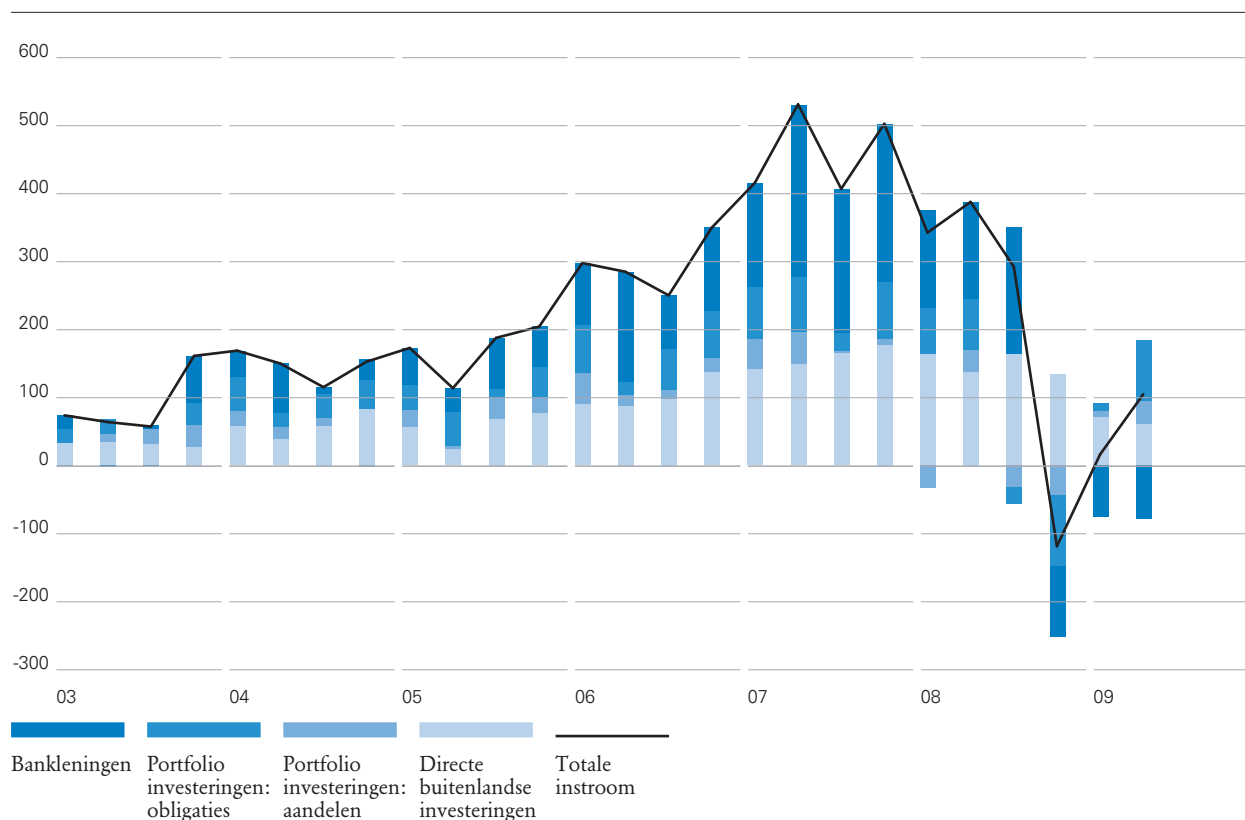
Index: januari 2006 = 100



Bron: Datastream.

Grafiek 3 Liquiditeitontvangende economieën: samenstelling van kapitaalinstroom

Per kwartaal, in USD miljard



Bron: IMF (GFSR).

Kapitaalstromen naar opkomende economieën

Buitenlandse investeringen

Waar de euro onder druk staat, ondervinden opkomende economieën door een herstel van kapitaalinstroom juist een reële waardeverhoging van hun valuta (grafiek 2). Vooral landen in Azië en Latijns-Amerika, die de kredietcrisis goed hebben doorstaan, kennen forse economische groei en leveren een belangrijke bijdrage aan het mondiale economische herstel. De kapitaalstromen richting opkomende economieën herstelden in 2009 dan ook sterk na de diepe krimp in het laatste kwartaal van 2008. Het herstel zal naar verwachting in 2010 en 2011 verder aan kracht winnen. Voornamelijk bestaan de hernieuwde kapitaalstromen voornamelijk uit (kortetermijn) portfolio investeringen en, in mindere mate, directe buitenlandse investeringen (grafiek 3).

Maar ook carry trades

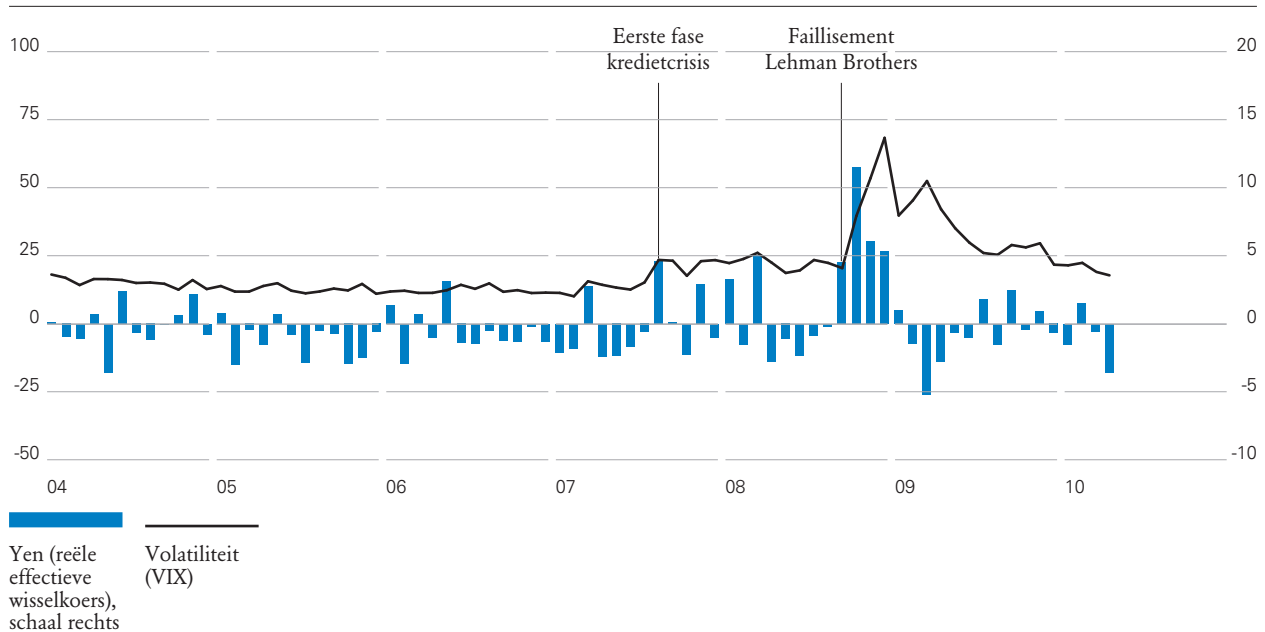
Een deel van de kapitaalstromen is specifiek opgezet om te profiteren van de verschillen in economische

groei tussen ontwikkelde economieën en opkomende economieën. Een ander deel heeft een meer speculatief karakter en wordt gedreven door het verschil tussen de monetaire condities onderliggend aan de belangrijkste mondiale valuta's en de condities in opkomende economieën. Zo hanteren de centrale banken van de drie belangrijkste mondiale valuta sinds eind 2008 uitzonderlijk lage beleidsrentes van 0,1% (Bank of Japan), 0,25% (Federal Reserve) en 1% (ECB). De nog aanwezige additionele verruimingsoperaties versterken de ruime monetaire omstandigheden. Bovendien is de brede marktverwachting dat deze centrale bankende lage tarieven nog enige tijd zullen handhaven. De Japanse yen en de Amerikaanse dollar worden in deze omstandigheden door beleggers benut als bronvaluta's voor het opzetten van carry trades naar de valuta's van opkomende economieën (ook wel doelvaluta's genoemd) waar de rente hoger is, bijvoorbeeld Brazilië (beleidsrente: 9,5%) of India (5,25%).

Waar carry trade-posities zich opbouwen over de tijd, vertonen investeerders kuddedrag in het beëin-

Grafiek 4 Marktvolatiliteit en reële effectieve wisselkoers Yen

VIX index en Yen (m-o-m mutaties in procenten, schaal rechts)



Bron: Datastream en BIS.

digen van deze posities. In statistische termen is sprake van een hoge mate van scheefheid in de verdeling van wisselkoersbewegingen: langere periodes van stabiliteit worden afgewisseld met enkele dagen of weken van grote volatiliteit. De aanpassing van de wisselkoers gebeurt abrupt. Economisch-historisch onderzoek naar abrupte wisselkoersaanpassingen voor enkele belangrijke doelvaluta's laat hierbij een verband zien tussen de volatiliteit op financiële markten en de afbouw van carry trades. Wanneer beleggers vermoeden dat de doelvaluta een depreciatie inzet, bouwen zij en masse hun valutapositie af om het wisselkoersverlies te minimaliseren. Dit kan vervolgens resulteren in een zelfgeïnduceerde, fikse depreciatie. Omgekeerd ondervinden bronvaluta's in zo'n situatie een appreciërendedruk. Zo was eind 2008 de yen de meest gebruikte bronvaluta. Door de abrupte afbouw van carry trade-posities ondervond Japan een instroom van terugkerend kapitaal en was er een sterke appreciatie van de yen (grafiek 4).

Carry trades kunnen een risico vormen voor financiële stabiliteit, zeker voor opkomende landen waar de carry trade een grote impact kan hebben op de omvang en richting van kapitaalstromen. Bij gebrek aan absorptiecapaciteit kan het instromende kapitaal snel leiden tot bubbelvorming, hoge kredietgroei en overwaarding van activaprijzen. Om dit tegen te gaan hebben

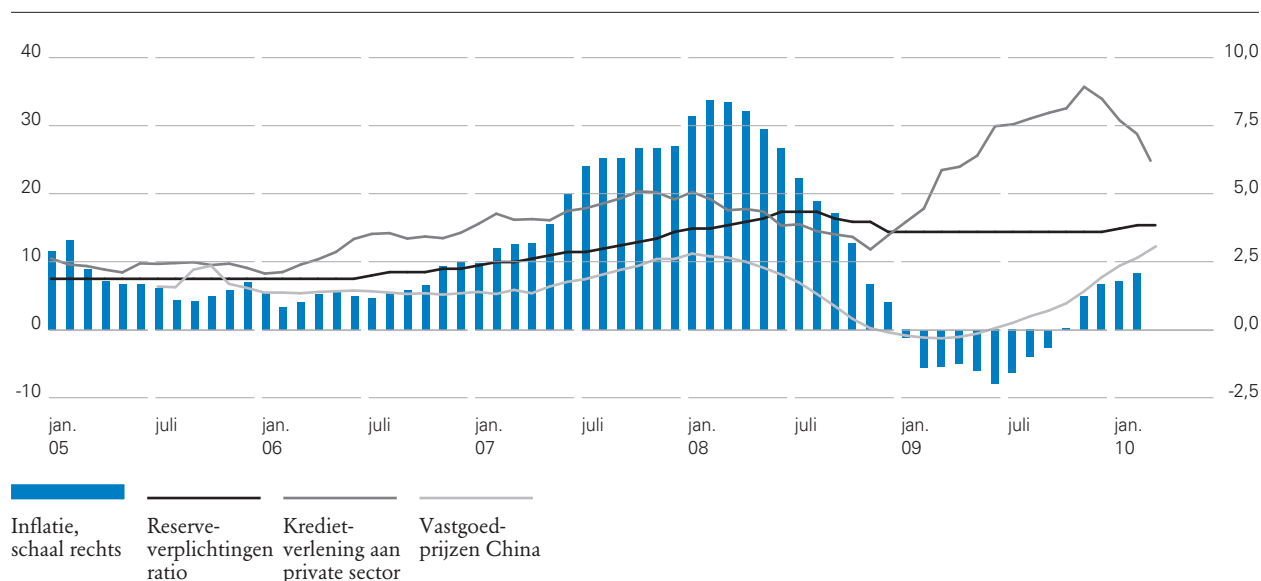
sommige landen getracht de instroom te dempen door het introduceren van kapitaalrestricties. Zo introduceerde Brazilië een 2-procents belasting op instromende gelden in korte-termijn portfolio investeringen. Ook in Rusland en India wordt momenteel openlijk gesproken over de mogelijkheid om kapitaalrestricties te introduceren. Hoewel kapitaalrestricties de instroom kunnen sturen richting verhoudingsgewijs meer lange-termijn kapitaal, leert de praktijk dat deze slechts tijdelijk en in beperkte mate de instroom van kapitaal daadwerkelijk terugdringen. Bovendien kunnen kapitaalrestricties ook voor andere landen de marktwerking verstoren.

Chinese dollar-koppeling onder spanning

In bredere zin tekent de discussie over kapitaalrestricties het dilemma waarvoor opkomende economieën zich geplaatst zien. De convergentie van deze landen met ontwikkelde economieën vraagt om een appreciatie van hun reële wisselkoersen. Onder een flexibel wisselkoersbeleid bestaat het risico dat appreciatie kan leiden tot speculatieve kapitaalstromen, overwaarding van de wisselkoers en de kans op abrupte uitstroom van kapitaal. Het monetair beleid is in te zetten, maar renteverhoging kan de kapitaalinstroom versterken. Met in het achterhoofd de forse kapitaaluitstroom ten tijde van de Aziëcrisis (1997) en de recente kredietcrisis kiest

Grafiek 5 Aanwijzingen voor bubbelvorming in China

Inflatie (schaal rechts), vastgoedprijzen, kredietverlening (allen j-o-j mutatie in procenten, per maand) en reserveverplichtingen ratio (procenten).



Bron: Datastream, People's Bank of China en IMF Banking Survey.

een groot aantal centrale banken in opkomende economieën daarom voor interventies in de wisselkoers en accumulatie van buitenlandse valuta-reserves.

Landen met een volledig vaste wisselkoers, China en Hong Kong in het bijzonder, zijn beperkt in de mogelijkheden een onafhankelijk monetair beleid te voeren. Ook hier manifesteren zich risico's. De Chinese economie zit in een hoogconjunctuur en groeide in het eerste kwartaal van 2010 met 11,9 procent. Door de dollarkoppeling wordt de Chinese centrale bank echter gedwongen de ruime monetaire condities van de Verenigde Staten te volgen. Uitbundige kredietgroei en een sterke stijging van vastgoedprijzen wijzen op het risico van bubbelvorming. In april stegen vastgoedprijzen in de zeventig grootste Chinese steden met gemiddeld 12,8 procent ten opzichte van een jaar eerder, de grootste stijging in de afgelopen vijf jaar (grafiek 5). De recente stagnatie van Chinese beurskoersen wijst op overwaardering, evenals de daling van woningverkopen in grote steden met meer dan 60 procent in mei (ten opzichte van april). De inflatie blijft onder deze omstandigheden snel toenemen. In het licht van de kredietgroei heeft de Chinese centrale bank sinds het begin van 2010 de reserveverplichting voor kredietverlening tot drie maal toe met 0,50 procentpunten verhoogd. In Hong Kong worden macroprudentiële instrumenten, zoals kredietlimieten, ingezet om het gevaar van bubbelvorming te dempen. Een appreciatie van de Chinese renminbi lijkt

in dit verband echter onafwendbaar willen de autoriteiten een aanpassing van reële wisselkoersen via een verdere toename van de binnenlandse inflatie vermijden.

Artikelen

Tien Punten voor het Financieel Toetsingskader

Het Nederlandse pensioenstelsel is niet zonder meer toekomstbestendig. De vergrijzing van de samenleving betekent dat de kosten steeds verder oplopen. Daarnaast vergroot de toegenomen nadruk op aandelenbeleggingen de kwetsbaarheid van het stelsel voor schokken. Om het doorschuiven van rekeningen naar toekomstige generaties te voorkomen zijn aanpassingen op korte termijn noodzakelijk. Om daarnaast de schokbestendigheid van de fondsen te vergroten is een aanscherping van het toezichtkader geboden. De benodigde maatregelen concentreren zich op vier knelpunten: het spanningsveld tussen een nominale en een reële benadering van pensioenen, het gebrek aan evenwicht tussen rendement en risico, het omgaan met volatiliteit en het waarmaken van de beoogde zekerheid. Dit artikel bevat tien concrete aanpassingen om deze knelpunten te verbeteren.

Inleiding

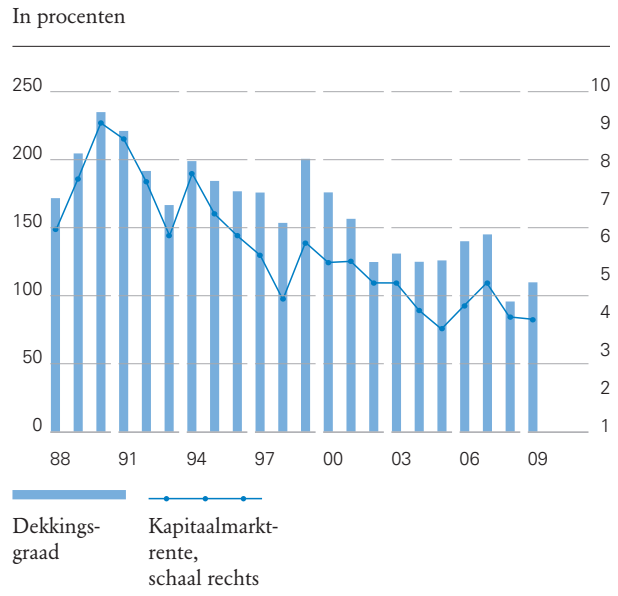
Het Financieel Toetsingskader (FTK) waarborgt dat de toezeggingen die op basis van de pensioenregeling aan de deelnemers zijn gedaan met grote mate van waarschijnlijkheid worden nagekomen. Dit komt neer op de vraag of het pensioenfonds nu en op lange termijn voldoende in kas heeft om aan de verplichtingen te voldoen. De belangrijkste doelen van het FTK zijn:

- Een consistente waardering van bezittingen en verplichtingen,
- Het berekenen van de verplichtingen op realistische grondslagen,
- Het afstemmen van de buffer op het risicoprofiel van het pensioenfonds,
- Het stimuleren van risicoanalyses die op lange termijn zijn gericht.

Veel van deze doelen komen in de praktijk van het FTK goed tot hun recht. Zo is de waardering van zowel de bezittingen als de verplichtingen marktconform. Het belang van een dergelijke consistente waardering is om goed zicht te hebben op de financiële positie van een fonds. Zo maakt marktwaardering de geleidelijke, maar gestage daling van dekkingsgraden sinds het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw zichtbaar (grafiek 1). Deze substantiële daling, die samenhangt met de ontwikkeling van de marktrente, bleef tot de invoering van het FTK onopgemerkt door de systematiek van een vaste rekenrente. Daarnaast onderstrepen de schommelingen in de financiële markten hoe belangrijk het is dat het beleggingsbeleid een afspiegeling vormt van de inhoud van het pensioencontract en dat via de solvabiliteitsstoets buffers worden aangehouden die zijn afgestemd op het risicoprofiel van het fonds. Dit wordt aangevuld met de continuïteitsanalyse, die de financiële opzet op lange termijn in ogenschouw neemt. In algemene zin functioneert het instrumentarium van het FTK dan ook goed.

Toch zijn er in de praktijk ook kanttekeningen te plaatsen bij de werking van het FTK. Deze hangen samen met het compromis dat is gezocht tussen zekerheid en betaalbaarheid. Op hoofdlijnen zijn er vier knelpunten te onderscheiden. Ten eerste staan pensioenfonds voor het ingewikkelde vraagstuk een afweging te maken tussen het bieden van zekerheid ten aanzien van de onvoorwaardelijke aanspraken enerzijds en het nakomen van de voorwaardelijke aanspraken anderzijds. In de praktijk komt dit in nagenoeg alle pensioenregelingen neer op de afruil tussen nominale zekerheid enerzijds en de indexatiedoelstelling anderzijds. Dit onderscheid werkt verschillend door op het optimale beleggings-

Grafiek 1 Ontwikkeling dekkingsgraad en kapitaalmarktrente 1988-2009



beleid. Het bieden van nominale zekerheid, door het afdekken van het nominale renterisico met langlopende obligaties en renteswaps, beperkt de indexatiekansen. Terwijl het vergroten van de indexatiekansen, door risicovol te beleggen, juist ten koste gaat van de zekerheid van de opgebouwde nominale aanspraken. Ten tweede is er bij verschillende onderdelen van het FTK onvoldoende evenwicht tussen rendement en risico. Dit speelt bijvoorbeeld bij de herstelplannen. Bij de beoordeling daarvan ligt de nadruk op het gemiddelde pad van de continuïteitsanalyse. Het herstelvermogen op basis van het gemiddelde pad komt gunstiger uit de bus naarmate met meer risico en dus een hoger rendement wordt gerekend. De grotere neerwaartse risico's blijven echter buiten beeld. Een derde knelpunt in het FTK is de omgang met volatiliteit. In de praktijk draagt de combinatie van marktwaardering en de door de fondsen gekozen financiële opzet bij aan de volatiliteit in dekkingsgraden. Dit leidt tot volatiele beleidsreacties. Tot slot blijkt het FTK momenteel onvoldoende in staat om de beoogde mate van zekerheid te waarborgen. Dit hangt samen met een mogelijke onderschatting van risico's en het feit dat gedurende de hersteltermijnen de gewenste zekerheid wordt overschreden. Voor elk van de bovenstaande knelpunten zijn er enkele oplossingsrichtingen. Tabel 1 geeft een overzicht van deze oplossingen.

Tabel 1 Overzicht aanpassingen FTK

Knelpunt	Maatregel
Spanning nominaal reëel	1. Verplichte communicatie reële dekkingsgraad 2. Informatie over koopkracht in voorgeschreven slecht weer scenario 3. Premiekortingsgrens koppelen aan reële dekkingsgraad
Verbeteren evenwicht rendement en risico	4. Uitbreiden continuïteitsanalyse met stress tests 5. Ontwikkelen financieel noodscenario 6. Kostendekkende premie niet langer baseren op verwacht rendement
Omgaan met volatiliteit	7. Introductie wachttijd voor indienen herstelplan 8. Correcties op swapcurve bij vertekeningen
Waarmaken zekerheid	9. Aanpassing standaardmodel om te voldoen aan zekerheidsmaat 10. Gedeeltelijk intern model bij fondsspecifieke risico's

Het spanningsveld tussen nominaal en reëel verminderen

Het verminderen van het spanningsveld tussen reële ambitie en nominale zekerheid is op meerdere manieren mogelijk. Een manier is om de informatievoorziening over de indexatiekwaliteit richting de deelnemers te verbeteren. Bijvoorbeeld door pensioenfondsen te verplichten de reële dekkingsgraad te publiceren. Dit is de verhouding tussen de waarde van de beleggingen en die van de geïndexeerde verplichtingen. Deze maatregel geeft een realistischer beeld van wat deelnemers, gezien de financiële positie van het fonds, mogen verwachten in termen van een waarde- of welvaartsvast pensioen. Om de impact van indexatieonzekerheid duidelijk te maken, is het verder nodig dat deelnemers ook informatie krijgen over het te bereiken pensioen onder een 'slecht weer' scenario. Het is belangrijk dit scenario te standaardiseren, zodat de uitkomst voor verschillende regelingen onderling vergelijkbaar is. Zo kan bijvoorbeeld de impact van tegenvallende rendementen of een onvoorziene toename in de levensverwachting worden doorgerekend. Zo wordt het voor de deelnemers duidelijk dat de keuze voor een risicovolle financiering van de indexatie tot een lager pensioen kan leiden.

In de praktijk wordt indexatie immers veelal gefinancierd uit onzekere rendementen. Om deze afhankelijkheid iets te beperken zijn verschillende maatregelen denkbaar. De premiekortingsgrens kan worden gekoppeld aan een reële dekkingsgraad van honderd procent. Premiekorting is dan pas mogelijk, als ook de in de toekomst geambieerde indexaties zijn afgedekt. Op dit moment is premiekorting mogelijk als het fonds 70 procent van zijn ambitie naar verwachting waarmaakt. Dat fondsen indexatie financieren uit onzekere rendementen komt mede doordat er geen of slechts zeer beperkte mogelijkheden zijn om inflatierisico's af te dekken in de kapitaalmarkt. Tegen deze achtergrond zou het daarom helpen als bijvoorbeeld de Nederlandse overheid obligaties uitgeeft, waarvan de betaling is gekoppeld aan de Nederlandse inflatie. Bij een liquide markt voor dergelijke index-linked obligaties hebben pensioenfondsen meer mogelijkheden om inflatierisico's te beheersen via de samenstelling van hun beleggingsmix.

Het verbeteren van het evenwicht tussen rendement en risico

Ook voor het tweede knelpunt, het realiseren van een goede balans tussen rendement en risico, zijn meerdere oplossingen mogelijk. Een optie is de continuïteitsanalyse uit te breiden met voorgeschreven slecht weer scenario's. In het verlengde hiervan kunnen fondsen een financieel noodscenario (contingency plan) opstellen. Hierin geeft het fonds een beschrijving van de inzetbaarheid van de financiële sturingsmiddelen onder tegenvallende omstandigheden en de beoogde effecten daarvan op de financiële positie. De maatregelen die in het financiële noodscenario worden opgenomen, hoeven daarbij overigens niet één op één te worden toegepast als daadwerkelijk economische tegenwind optreedt. Er is altijd ruimte voor een maatwerk aanpak die past bij de aard van de crisis op dat moment. Deze maatregelen vergroten het risicobewustzijn bij fondsbesturen, omdat op voorhand wordt nagedacht over de inzet van maatregelen in geval van moeilijke economische omstandigheden.

Een ander onderdeel van het FTK waar prikkels tot het nemen van risico's een rol spelen, is bij de berekening van de gedempte kostendekkende premie op basis van het verwachte beleggingsrendement. Feitelijk wordt op deze wijze alleen het voordeel meegenomen (hogere verwachte rendement) en niet het nadeel (hogere kans op een ontoereikende financiering). Om deze inconsistentie te ondervangen, stelt de wet momenteel een

additionele voorwaarde aan het disconteren tegen het verwachte rendement. Te weten dat deze op lange termijn niet mag afwijken van de gemiddelde realisatie. Het is op voorhand echter niet te toetsen of aan deze voorwaarde is voldaan, omdat het gerealiseerde rendement per definitie onzeker is. Hierdoor is het niet mogelijk vóóraf te beoordelen of de nieuwe pensioen-aanspraken kostendekkend worden ingekocht. Dit vergroot het risico op structurele onderfinanciering van nieuwe pensioenaanspraken, waardoor de dekkingsgraad niet op peil blijft. Een oplossing is een eenduidig begrip van de kostendekkende premie te formuleren waarin onzekere, nog niet gerealiseerde risicopremies geen rol spelen.

Omgang met volatiliteit

De dekkingsgraden vertonen soms grote fluctuaties. Hierdoor kan het voorkomen dat fondsen moeten bijsturen als gevolg van korte termijn schommelingen in de financiële markten. Deze volatiele beleidsreacties leiden uiteindelijk tot een hogere pensioenonzekerheid voor de deelnemers en werken doorgaans procyclisch, in de zin dat zij de conjunctuurfluctuaties versterken. Zo kunnen premieverhogingen noodzakelijk zijn om de buffers weer op orde te brengen. Fondsen kunnen de gevolgen van de schommelingen in de dekkingsgraad via het eigen beleid beperken. Ook het FTK houdt op een aantal punten al rekening met de ongewenste consequenties van volatiliteit, zoals via de mogelijkheid tot het stabiliseren van de kostendekkende premie en het gebruik van hersteltermijnen. Een aanvullende maatregel is het stabiliseren van beleidsreacties in het toezichtkader, bijvoorbeeld ten aanzien van het indienen van een herstelplan. Het huidige FTK schrijft voor dat een herstelplan bij de toezichthouder moet worden ingediend wanneer een fonds op enig moment niet meer beschikt over het (minimaal) vereist eigen vermogen. Doordat fondsen direct een herstelplan inleveren op basis van een momentopname wordt de volatiliteit van beleidsreacties mogelijk onnodig vergroot. Het is ook mogelijk hier enige wachttijd in acht te nemen. Pas als blijkt dat na drie kwartalen nog steeds sprake is van een dekkings- of reservetekort wordt het herstelplan ingediend bij de toezichthouder. Op deze manier wordt een fonds in een crisissituatie niet gedwongen te handelen op basis van een momentopname. Dit neemt overigens niet weg dat een tekortsituatie altijd direct moet worden gemeld. De toezichthouder behoudt bovendien de mogelijkheid vanwege fondsspecifieke risico's op

basis van maatwerk een snellere indiening van een herstelplan te eisen. Dit kan ook nodig zijn als de situatie gedurende de wachttijd sterk verslechtert.

Als bron van volatiliteit wordt soms gewezen op de rol van de swapcurve. Pensioenfondsen gebruiken voor de berekening van de technische voorzieningen de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur. Dit is nodig om een realistisch beeld te hebben van de financiële positie van een fonds. De rentecurve wordt afgeleid van Europese interbancaire swaps, is nagenoeg risicovrij en doorgaans in hoge mate liquide. Swaps zijn daarbij veel makkelijker beschikbaar dan bijvoorbeeld AAA-gewaardeerde staatsobligaties, waardoor het voor pensioenfondsen efficiënter is om het renterisico in de swapmarkt af te dekken. Overigens heeft DNB de mogelijkheid de rentetermijnstructuur te corrigeren voor mogelijke vertekeningen op de swapmarkt. Bijvoorbeeld bij een tijdelijke opdroging van de liquiditeit.

Waarmaken van de beoogde zekerheid

Het uitgangspunt van het FTK is dat met een ex-ante zekerheid van 97,5 procent wordt voorkomen dat een pensioenfonds binnen een periode van één jaar over minder waarden beschikt dan de hoogte van de verplichtingen. Hiervoor houden pensioenfondsen een buffer aan. Bij het berekenen van de omvang van die buffer hanteren alle pensioenfondsen de voorgeschreven standaardbenadering. De achterliggende periode heeft echter zichtbaar gemaakt dat deze benadering de risico's onderschat, terwijl bepaalde andere risico's – zoals liquiditeitsrisico's, concentratierisico's en risico's uit hoofde van actief beheer- onterecht buiten beeld blijven. Hierdoor is het FTK op dit moment onvoldoende in staat de beoogde zekerheid te waarborgen. Door een herijking van de standaardbenadering en door het meenemen van risico's die tot nu toe buiten beeld zijn gebleven wordt dit ondervangen.

Daarnaast zijn er soms fondsspecifieke risico's die bijvoorbeeld samenhangen met beleggingen in complexe financiële producten. Deze specifieke risico's zijn lastig te vangen in een standaardbenadering. Een (verplichte) toepassing van gedeeltelijke interne modellen ondervangt dit probleem. Op deze manier is het mogelijk het niveau van het vereist eigen vermogen op onderdelen beter te laten aansluiten op het werkelijke risicoprofiel van het pensioenfonds, waardoor de zekerheid van 97,5 procent wordt waargemaakt.

Tot slot

De Commissie Goudwaard komt tot de conclusie dat het Nederlandse pensioenstelsel met de huidige ambities en veronderstelde zekerheid onvoldoende toekomstbestendig is. Ook de Commissie Frijns wijst op de toegenomen kwetsbaarheid van het stelsel.¹ Bij de bereikte premieniveaus is het onontkoombaar het ambitieniveau te verlagen of meer onzekerheid te accepteren. De voorgestelde aanpassingen in het toezichtkader zorgen voor een meer reële kijk op pensioenen, een goed evenwicht tussen rendement en risico, het beperken van volatiele beleidsreacties en het daadwerkelijk bereiken van de beoogde zekerheid. Dit zijn essentiële voorwaarden om het pensioenstelsel naar een nieuw en duurzaam evenwicht te brengen. Het is wenselijk om op korte termijn een start te maken met de beoogde aanpassingen.

¹ Voor de rapporten van de Commissie Goudwaard en de Commissie Frijns zie www.szw.nl.

Een eeuw financiële leverage van Nederlandse banken

Over een langere periode bezien is de financieringshefboom ('leverage') van banken flink toegenomen. Drijvende krachten hierachter zijn het streven naar een efficiënt gebruik van kapitaal, de fiscaliteit, regelgeving (toezicht, vangnetregelingen) en financiële innovatie. Door de crisis is duidelijk geworden dat de leverage van banken omlaag moet.

Inleiding

Vanwege de kredietcrisis en veranderingen in toezicht en regelgeving gaat momenteel veel aandacht uit naar de financiële structuur van banken. Door het gebruik van een veel grotere financieringshefboom (zie tabel 1) wijkt de balans van banken sterk af van die van ‘gewone’ ondernemingen. Deze afwijkende structuur, voortvloeiend uit de traditionele intermediatiefunctie, staat op zich niet ter discussie. Niettemin laat de crisis zien dat de kwetsbaarheid van banken moet worden vermindert door aanscherping van de solvabiliteit- en liquiditeitseisen.

Determinanten financieringsstructuur

Een essentieel onderscheid binnen de financieringsstructuur van ondernemingen is tussen eigen en vreemd vermogen. Door naast eigen middelen vreemd vermogen aan te trekken, kunnen ondernemingen meer investeren en daarmee hun rendement opkrikken. Daarom wordt het gebruik van vreemd vermogen wel aangeduid als financieringshefboom of ‘leverage’.

De mate van leverage wordt door diverse factoren beïnvloed. Een belangrijke stimulans is het fiscale stelsel: in de meeste landen zijn rentebetalingen fiscaal aftrekbaar, waardoor vreemd vermogen gunstiger wordt behandeld dan eigen vermogen. Andere factoren beperken juist de leverage. Zo neemt door vreemd vermogen de financiële kwetsbaarheid toe, aangezien minder flexibiliteit bestaat om verliezen op te vangen. Ondernemingen met een hoog risicoprofiel zijn daarom genoodzaakt een relatief grote buffer eigen vermogen aan te houden. Ook governance-aspecten kunnen de financiële structuur mede bepalen, maar hiervoor staat niet vast of ze de leverage vergroten of juist verkleinen.

Specifiek voor banken spelen nog drie andere elementen een rol:

1. *Liquiditeitsvoorkeur van het publiek.* Vreemd vermogen van banken bestaat grotendeels uit direct opvraagbare middelen en andere kortlopende financiering, waarmee wordt voorzien in een maatschappelijke behoefte aan liquiditeit. In ruil voor liquiditeit en bijbehorende dienstverlening, zoals het betalingsverkeer, zijn tegenpartijen bereid middelen aan te houden tegen een vaak geringe rentevergoeding. Dit vergroot de leverage van banken.

2. *Vangnetregelingen.* Banken kunnen gebruik maken van verschillende vangnetten, zoals het depositogarantiestelsel en centralebankfaciliteiten om tijdelijke

Tabel 1 Eigen vermogen financiële en niet-financiële ondernemingen

In procenten

Type onderneming	Eigen vermogen
Niet-financiële ondernemingen	44
Verzekeraars	
Leven	14
Schade	26
Banken	3

Bron: CBS, DNB.

Toelichting: getoond wordt het eigen vermogen als percentage van het balanstotaal van Nederlandse ondernemingen, gemiddeld over de jaren 2000-2008, zoals gepubliceerd door CBS (financiën grote ondernemingen) en DNB (balansen verzekeraars en banken, gebaseerd op toezichtrapportages). Voor levensverzekeraars zijn technische voorzieningen voor risico van de polishouder in mindering gebracht op het balanstotaal; indien dit niet wordt gedaan bedraagt het eigen vermogen 10 procent.

liquiditeitsproblemen op te lossen. Dat overheden in crisissituaties kunnen overgaan tot reddingsacties voor banken, kan door banken als een impliciet vangnet worden beschouwd. Vangnetten verkleinen de financiële risico's voor de vermogensverschaffers en prikkelen tot een grotere financieringshefboom.

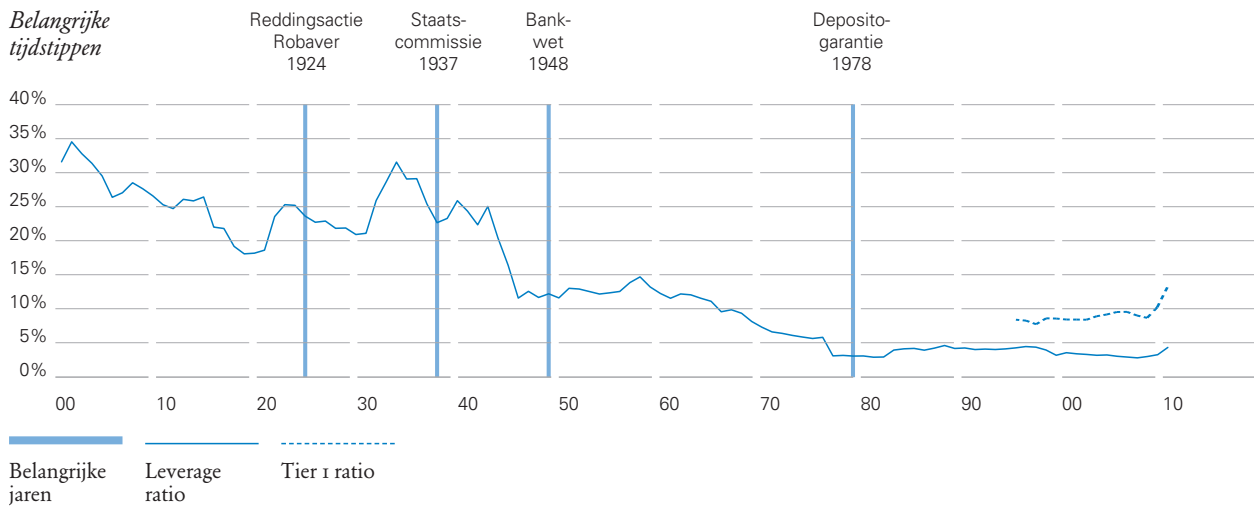
3. *Regelgeving en toezicht.* Banken moeten voldoen aan verschillende minimumeisen voor hun solvabiliteit en liquiditeit en dat beperkt in beginsel de leverage.¹ Daarnaast staan zij onder toezicht, waardoor de kans op financiële problemen wordt verkleind en er minder reden is om een hoge buffer aan eigen vermogen aan te houden. Het gevaar bestaat dat vermogensverschaffers hierop blindvaren. Al met al is de invloed van regelgeving en toezicht op de leverage onzeker.

De mate waarin deze factoren de doorslag geven, hangt uiteraard af van de omstandigheden waarbinnen een onderneming c.q. bank opereert. Zo zorgt een omgeving met hevige prijsconcurrentie en dreiging van vijandige overnames voor extra druk om veel leverage aan te gaan om kosten te besparen. Bankspecifieke factoren vormen per saldo duidelijk een stimulans om veel met vreemd vermogen te financieren, zoals blijkt uit tabel 1.

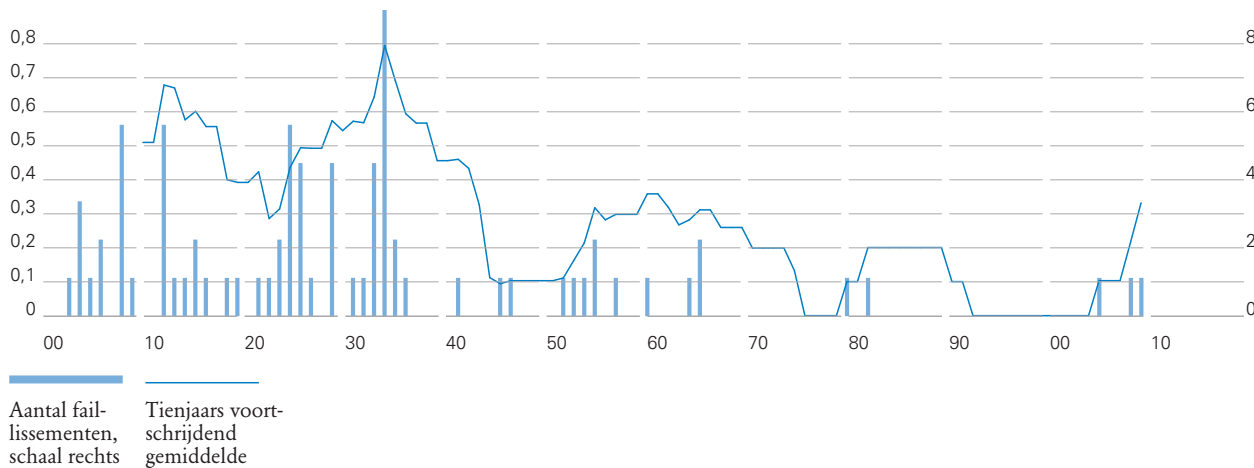
Historisch perspectief

Grafiek 1 (bovenaan) toont de ontwikkeling van de leverage-ratio – eigen vermogen als percentage van het balanstotaal – van het Nederlandse bankwezen vanaf

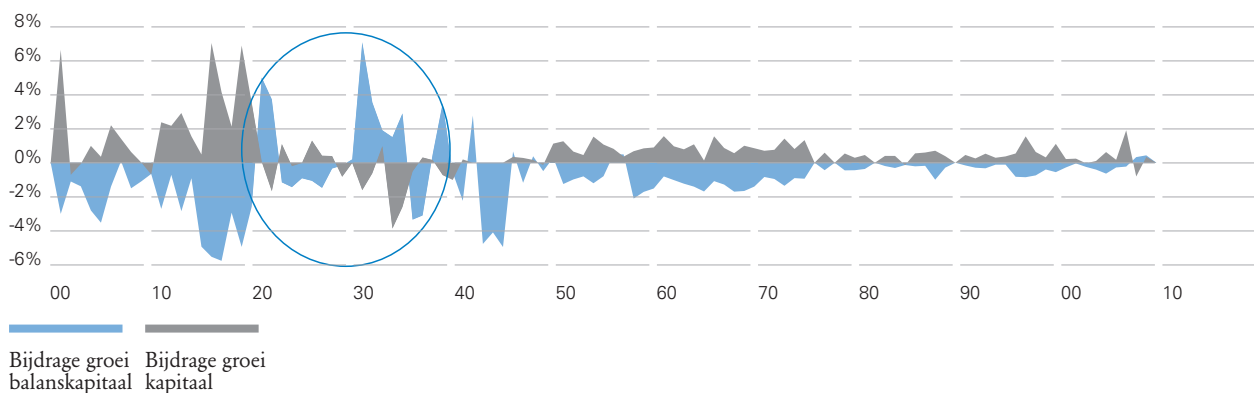
Grafiek 1 Leverage ratio en enkele omgevingsfactoren



Bankfaillissementen



Decompositie leverage ratio: balanstotaal versus kapitaal



Bron: DNB.
Toelichting: De cijfers hebben tot 1982 betrekking op de deelcategorie 'handelsbanken', later 'algemene banken' genoemd; vanaf 1982 zijn dit alle banken; vanaf 1990 het geconsolideerde bedrijf. De reeks bevat een

aantal reeksbreuken (1946, 1950, 1976, 1978, 1982), waarvan alleen die van 1976 (neerwaarts) en 1982 (opwaarts) substantieel zijn. De leverage-ratio is gedefinieerd als eigen vermogen (kapitaal plus reserves) als percentage van het balanstotaal.

1900. Opvallend is de forse daling van het eigen vermogen van ongeveer één derde van het balanstotaal aan het begin van de twintigste eeuw tot minder dan vijf procent in de afgelopen decennia. Daarmee ligt deze maatstaf duidelijk onder de risicogebaseerde solvabiliteitsratio, die centraal staat bij het solvabiliteitstoezicht.²

De langlopende trend van oplopende hefboomfinanciering wordt in de jaren dertig tijdelijk onderbroken. Deze de-leveraging kan niet worden losgezien van de mondiale economische crisis die in 1929 was uitgebroken. Ook de Nederlandse economie werd hierdoor geraakt, in de vorm van oplopende werkloosheid, negatieve economische groei en deflatie (zie ook het artikel ‘De verschillen tussen de jaren tien en de jaren dertig’, elders in dit Kwartaalbericht). De kredietverlening liep fors terug en was zelfs een aantal jaren negatief.

De geschetste ontwikkeling is in lijn met andere landen zoals de Verenigde Staten. Hoewel moeilijk precies kan worden aangetoond wat op verschillende momenten de drijvende krachten zijn geweest achter de veranderde financiële structuur van het bankwezen, biedt een vergelijking met andere historische ontwikkelingen toch enkele aanknopingspunten voor een aantal van de eerder genoemde factoren.

Algemene factoren

Begin twintigste eeuw lag het aantal bankfaillissementen aanmerkelijk hoger dan in de periode daarna (grafiek 1, midden), waardoor het risicoprofiel ongunstiger was. Dit kan voor spaarders en andere financiers een argument zijn geweest een grotere buffer aan eigen vermogen te eisen dan in de naoorlogse periode. Vooral in de jaren twintig werd Nederland geteisterd door problemen in de bankensector, na een onstuimige groei in de voorafgaande jaren. Ook speelt een rol dat de meeste banken begin twintigste eeuw kleinschalig waren opgezet, een sterke mate van specialisatie hadden en alleen binnen een kleine regio actief waren. Hierdoor waren zij kwetsbaar voor tegenslagen in hun eigen deelmarkt, terwijl de mate van concurrentie beperkt was. Door de jaren heen is sprake geweest van een steeds grotere consolidatie in het bankwezen, waarbij uiteindelijk enkele dominante spelers zijn ontstaan die een breed pakket financiële diensten aanbieden. Deze concurreren rechtstreeks met elkaar en in toenemende mate ook met buitenlandse instellingen, waardoor de disciplinerende invloed van financiële markten op de financiële structuur waarschijnlijk is toegenomen.

Van andere determinanten van de financiële structuur is minder duidelijk of ze een rol hebben gespeeld bij de geschetste trend. Zo heeft de relatief gunstige fis-

cale behandeling van vreemd vermogen ongetwijfeld invloed op de financieringsstructuur. Maar deze situatie bestaat al lange tijd en is daarom geen op zichzelf staande reden om *steeds meer* met vreemd vermogen te financieren.

Bankspecifieke factoren

In de beschouwde periode zijn vangnetregelingen steeds belangrijker geworden. Aanvankelijk was dit beperkt tot de lender-of-last-resort-functie van DNB, waarvan tot begin twintigste eeuw nauwelijks gebruik werd gemaakt. Dit veranderde vanaf de jaren twintig, waarbij de redding in 1924 van de Rotterdamsche Bank Vereeniging (Robaver) – één van de grootste banken in die tijd – een belangrijke gebeurtenis was. In eerste instantie werd alleen liquiditeitssteun verleend door DNB, maar vervolgens werden verdere stappen gezet zoals garanties en de coördinatie van een reddingsactie met een bankenconsortium. Opvallend was dat de autoriteiten daarbij expliciet verwezen naar het algemene publieke belang, en daarmee is dit te zien als een eerste voorbeeld van het ‘too big too fail’-motief voor een reddingsactie.

Hoewel de crisis in eerste instantie werd gevolgd door een periode van de-leveraging, kan het ingrijpen in de jaren twintig hebben bijgedragen aan de perceptie dat grote banken uiteindelijk altijd worden gered. Een ander vangnet, het depositogarantiestelsel, werd in Nederland pas in 1978 ingevoerd, in tegenstelling tot bijvoorbeeld de Verenigde Staten waar dit al in de jaren dertig werd opgezet.

Naast vangnetten is banktoezicht een steeds belangrijkere rol gaan spelen. Dit was vóór de oorlog zeer marginaal: DNB oefende op informele wijze het zogeheten ‘vaderlijk toezicht’ uit. Gedurende de jaren dertig ontstond echter een groeiende behoefte meer grip te krijgen op ontwikkelingen in het bankwezen. In 1932 sloot DNB een herenakkoord met de banken, die op kwartaalbasis financiële gegevens gingen rapporteren. Zonodig zou DNB op grond van deze rapportages aanvullende informatie opvragen en, indien sprake was van een zorgelijke ontwikkeling, aansturen op beleidsaanpassingen. In de jaarverslagen van DNB uit die tijd wordt expliciet verwezen naar de toegenomen concentratie binnen het bankwezen en de daaruit vloeiende noodzaak meer zicht te krijgen op het beleid van de banken. In de jaren dertig drong de politiek erop aan banken ook formeel onder toezicht te plaatsen. Om de mogelijkheden hiertoe te onderzoeken werd in 1937 de Staatscommissie voor het Bankwezen opgericht. Na de oorlog werd in de Bankwet van 1948 voorzien in een formele toezichtstaak.

Lessen uit de kredietcrisis

De toenemende financieringshefboom van banken door de jaren heen kan worden gerelateerd aan een aantal determinanten van de financieringsstructuur van ondernemingen in het algemeen en die van banken in het bijzonder. Tegelijkertijd is door de crisis het besef gegroeid dat banken hierdoor te kwetsbaar zijn geworden. Daar komt nog bij dat de hefboom in de recente periode eigenlijk nog groter is dan in dit artikel geschetst indien volledig rekening zou worden gehouden met uitzettingen buiten de bankbalans en via financiële instrumenten ('embedded leverage'). Dergelijke uitzettingen zijn moeilijker te kwantificeren.

Het Bazels Comité voor het Banktoezicht heeft voorgesteld de internationale minimumstandaarden voor solvabiliteit en liquiditeit aan te scherpen. Voorstellen hiervoor zijn in december 2009 gepubliceerd en worden momenteel concreet uitgewerkt.³ Eén daarvan betreft een maatstaf voor de 'leverage ratio', die moet worden gezien als een stok achter de deur voor situaties waarin de risicogebaseerde Tier 1-ratio niet kan voorkomen dat de leverage te groot wordt. Voorts worden de solvabiliteitseisen zodanig vormgegeven dat banken in goede tijden een prikkel hebben om een extra buffer op te bouwen waarop kan worden ingeteerd in slechte tijden. Daarmee wordt tegengegaan dat banken door cyclisch gedrag de economische neergang versterken.

Ook wordt internationaal gewerkt aan maatregelen die ervoor moeten zorgen dat banken geen verkeerde prikkels krijgen – onder andere via hefboomfinanciering – onverantwoorde risico's te nemen. Daarbij kan worden gedacht aan een andere inrichting van vangnetregelingen, bijvoorbeeld door extra eisen te stellen aan systeemrelevante banken en depositogarantie ex ante te financieren met een risicogebaseerde premie. Een ander voorbeeld is het instrumentarium voor crisisbeheersing, waarbij de autoriteiten in noodsituaties meer mogelijkheden kunnen krijgen in te grijpen in de rechten van aandeelhouders, die daardoor zelf scherper zullen kijken naar het risicoprofiel van een bank.

De voorstellen worden door sommigen ervaren als ingrijpend en bedreigend voor het herstel na de crisis. Deze zorgen zijn tot op zekere hoogte terecht en impliceren dat de maatregelen voorzichtig en geleidelijk moeten worden ingevoerd. Dit neemt niet weg dat, wanneer de ontwikkelingen in het bankwezen in historisch perspectief worden geplaatst, moet worden geconstateerd dat de leverage is doorgeschoten en dat een grotere risicodragende buffer wenselijk is. DNB maakt zich daarom internationaal sterk voor de genoemde maatregelen.

¹ Hierbij moet wel worden bedacht dat solvabiliteitseisen niet direct aangrijpen bij de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen, maar ook bepaalde vreemdvermogenstitels – zoals achtergestelde leningen – als kapitaal accepteren en rekening houden met het risicoprofiel van de activa.

² In de solvabiliteitsratio worden minder risicovolle activa slechts beperkt meegewogen bij de bepaling van de kapitaal eis. De ratio is bovendien gebaseerd op een bredere definitie van kapitaal en neemt – in beperkte mate – ook zogeheten 'hybride instrumenten' mee. Deze hebben kenmerken van zowel eigen als vreemd vermogen en moeten voldoen aan specifieke eisen, om te waarborgen dat ze verliezen kunnen opvangen. Belangrijkste onderdeel van de ratio is de zogeheten Tier 1-ratio, die is gebaseerd op kapitaal van relatief hoge kwaliteit.

³ Zie ook het artikel 'Aanpassingen Bazels raamwerk voor banktoezicht' in het *Kwartaalbericht* van december 2009.

De verschillen tussen de jaren tien en de jaren dertig

Ondanks de grotere problemen in de financiële sector en een sterkere productieterugval zet het economische herstel zich nu sneller in dan in de jaren dertig. Dit keer is de eerste klap met een actievere beleidsaanpak opgevangen. Echter, de duurzaamheid van het herstel is met grote onzekerheden omgeven. Zo staan veel ontwikkelde landen nog voor moeizame aanpassingsprocessen en hebben de getroffen beleidsmaatregelen nieuwe risico's gecreëerd. De onzekerheden weerspiegelen zich ook in de hernieuwde onrust op de financiële markten.

Grotere financiële problemen en sterkere terugval dan in de jaren dertig

Toen in de zomer van 2007 de kredietcrisis uitbrak, werd al snel de vergelijking getrokken met de Grote Depressie in de eerste helft van de jaren dertig. Ook toen vormden de VS het epicentrum van een financiële crisis, waarin de beurzen wereldwijd ver terugvielen en er over de gehele wereld banken failliet gingen. De economische activiteit nam indertijd meerdere jaren achtereen af. Hoe anders verloopt het dit keer. Sinds de tweede helft van 2009 veert de wereldeconomie weer op waardoor de schade voor de meeste ontwikkelde landen vooralsnog tot één jaar van krimp beperkt is gebleven. Die verschillen in ontwikkeling tussen de twee financiële crises is om meerdere redenen opmerkelijk.

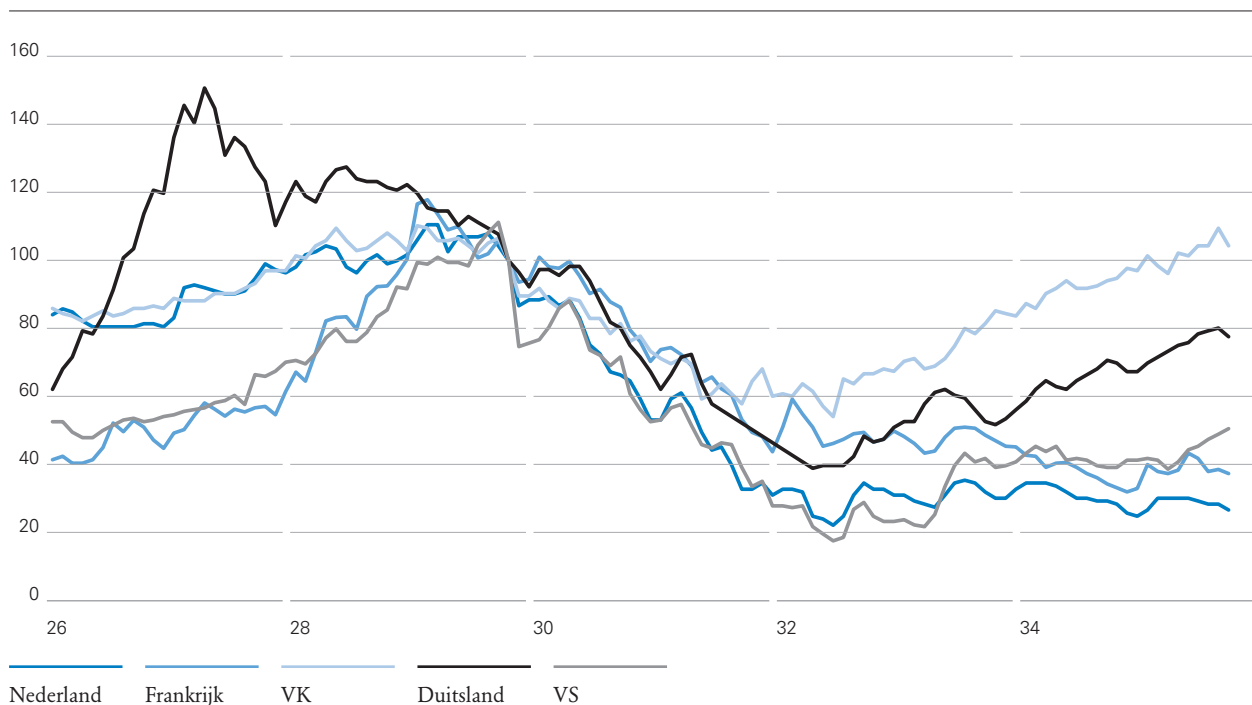
In verschillende opzichten is de huidige schok heftiger dan in de jaren dertig. Vanaf het begin van de kredietcrisis in de zomer van 2007, toen de interbancaire geldmarkten begonnen te haperen, tot het dieptepunt in maart 2009 daalden de beurskoersen in de VS en de meeste andere ontwikkelde landen met ongeveer 50 procent. De koersval aan het begin van de Grote Depressie was minder scherp en toonde grotere faseverschillen tussen landen (grafiek 1). Tijdens de huidige kredietcrisis

daalden de prijzen niet alleen op de aandelenmarkten maar ook op veel kredietmarkten en huizenmarkten. Tachtig jaar geleden begonnen de huizenprijzen pas te dalen toen de depressie al in een vergevorderd stadium was. De risicopremies op risicovollere bedrijfsobligaties stegen eveneens pas in een later stadium.

De kiem voor de huidige kredietcrisis ligt in de ongebreidelde hypotheekverstrekking, vooral in de VS. Een schijnbaar overzienbaar probleem in een subsegment van de Amerikaanse hypotheekmarkt, dat zich na de prijscorrectie op de huizenmarkt openbaarde, groeide in een fragiel financieel stelsel binnen korte tijd uit tot een internationale bancaire crisis. Kort na het uitbreken van de kredietcrisis, in de tweede helft van 2007, leken de bancaire problemen nog vooral te wijten aan een gebrekkige liquiditeit op verschillende deelmarkten. Maar naarmate de vermogensprijzen gedurende 2008 verder daalden, werd de solvabiliteit van het bankwezen sterker aangetast. Over de gehele wereld moesten banken fors afwaarderen op Amerikaanse hypotheekportefeuilles, gestructureerde producten en beleggingsportefeuilles. Het internationale bankwezen verkeerde daardoor midden 2008 al in grote problemen, op een moment dat de economische schade nog beperkt was. Een jaar na het uitbreken van de kredietcrisis verkeer-

Grafiek 1 Beursontwikkeling jaren dertig

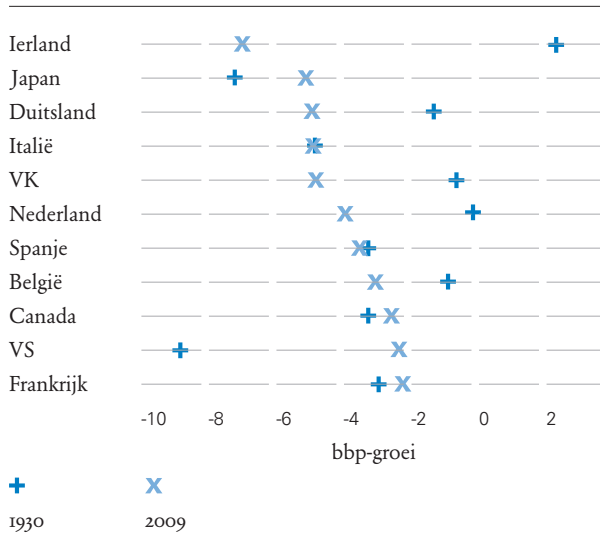
Index (oktober 1929 = 100)



Bron: C.P. Kindleberger, (1973) World in Depression.

Grafiek 2 Terugval van het bbp

Procentuele mutaties



Bron: Maddison en OESO.

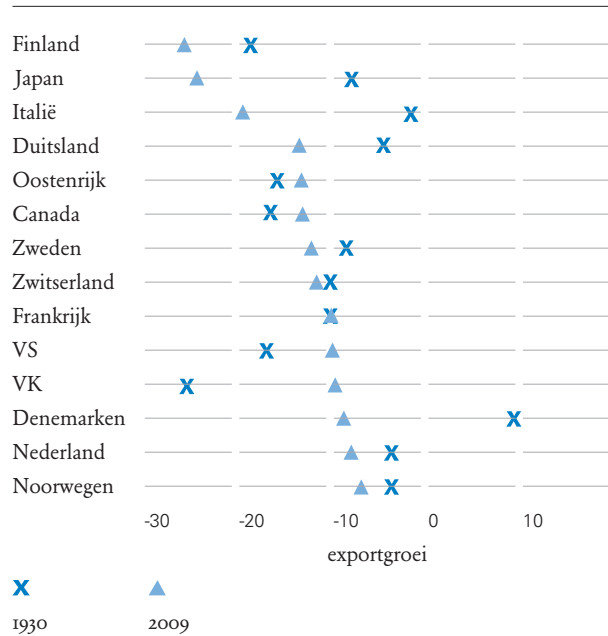
den de meeste economieën nog maar een of twee kwartalen in een recessie.

In de jaren dertig was de causaliteit precies omgekeerd: de bancaire problemen ontstonden als gevolg van de aanhoudende economische malaise. De eerste Amerikaanse banken kwamen in december 1930 in moeilijkheden nadat het bbp al ver was teruggevallen. Het dieptepunt bereikte de Amerikaanse bankencrisis pas in de herfst van 1933 toen het bbp inmiddels 25% was gekrompen. Ook de Europese banken kwamen pas later in zwaar weer terecht. De Europese bankencrisis, die zich vooral in Centraal- en Oost-Europa afspeelden, werden in gang gezet door de grootschalige uitstroom van kort kapitaal. Dit hing samen met de twijfel bij beleggers over de bereidheid van centrale banken om bij de langdurige economische malaise vast te houden aan de 'Gouden Standaard' (een monetair regime waaronder de eigen valuta tegen een vaste verhouding voor goud inwisselbaar was).

Ook de productierugval was tijdens de kredietcrisis in veel landen in eerste instantie sterker dan in de jaren dertig. Deze trof de gehele wereldeconomie bovendien in dezelfde korte periode. In een half jaar tijd, in het laatste kwartaal van 2008 en het eerste kwartaal van 2009, viel het bbp in alle ontwikkelde landen meerdere procenten terug. De bbp-terugval in 2009 in verschillende landen overtrof die van het eerste depressiejaar 1930 (grafiek 2). De acute belemmeringen bij de internationale handelsfinanciering, zeker op het hoogtepunt

Grafiek 3 Ineenklappende export

Procentuele mutaties



Bron: OECD en VN.

van de kredietcrisis in de maanden na het faillissement van Lehman Brothers in september 2008, waren daarbij een factor van betekenis. Dat de groei in zoveel landen tegelijk én zo sterk terugviel, is echter vooral te wijten aan de wereldwijde paniek. Door de grote onzekerheid gaven huishoudens en bedrijven in die periode massaal de prioriteit aan de opbouw van extra financiële buffers. In tal van landen stortte de verkoop van auto's en kapitaalgoederen in elkaar en liepen de voorraden op. Die plotselinge vraaguitval werd door de vergaande internationalisatie van productieketens in alle uithoeken van de wereld gevoeld. Vooral landen met een belangrijke exportsector, zoals Duitsland, Japan en Nederland, kregen een grote klap te verwerken. Het wereldhandelsvolume daalde in 2009 met liefst 12%.

In 1930 liep de daling van de export tussen landen veel sterker uiteen dan in 2009 (grafiek 3). Veel landen hielden indertijd de schade beperkt, waardoor de wereldhandel in 1930 met 7% minder sterk terugviel. De paniekgedreven vraaguitval beperkte zich aan het begin van de Grote Depressie tot de Amerikaanse huishoudens en bedrijven. Doordat de meeste duurzame consumptiegoederen en kapitaalgoederen van Amerikaanse makelij waren, viel de Amerikaanse industriële productie in 1930 met bijna 20% terug. De internationale uitstraling van die paniekaanval bleef beperkt omdat de

wereldeconomie minder geïntegreerd was. In Europese landen leek aanvankelijk een ‘normale’ conjunctuuromslag gaande.

Eerste klap nu wel met beleid opgevangen

Anno 2010 blijkt de krimp in de ontwikkelde wereld in de meeste landen vooralsnog van beperkte duur te zijn. Landen als de VS, Duitsland, Frankrijk en Nederland laten al weer enkele kwartalen positieve groei cijfers zien. In de eerste helft van de jaren dertig strekte de economische terugval zich over meerdere achtereenvolgende jaren uit (grafiek 4). Ook de beursschade is inmiddels van een veel beperktere omvang. Hoewel de beurskoersen recent weer aan het dalen zijn door de onrust over de Europese overheidsfinanciën, zijn de beursgraadmeters nog altijd aanzienlijk hoger dan op het dieptepunt in maart 2009.

Een belangrijke verklaring voor de lange duur en diepte van de Grote Depressie is volgens velen gelegen in de inadequate beleidsreactie van de toenmalige beleidsbepalers. Zij gingen er ten onrechte vanuit dat de economie zich weer snel vanzelf zou oprichten, waardoor zij verzuimden om de vraag te ondersteunen en de sterke deflatie niet probeerden te keren. Overheden bleven naar een sluitende begroting streven en centrale banken hielden ten koste van alles aan de Gouden Standaard vast. Zo verhoogde de Federal Reserve oktober 1931, middenin de depressieperiode, de rente om de speculatie de kop in te drukken dat de dollar de Gouden Standaard zou verlaten. Ook keek de Federal Reserve passief toe hoe een derde van de Amerikaanse banken failliet ging. De Europese landen die de Gouden Standaard lang trouw bleven, zoals Nederland en Frankrijk, kampten door het restrictieve monetaire beleid eveneens met een sterke deflatie.

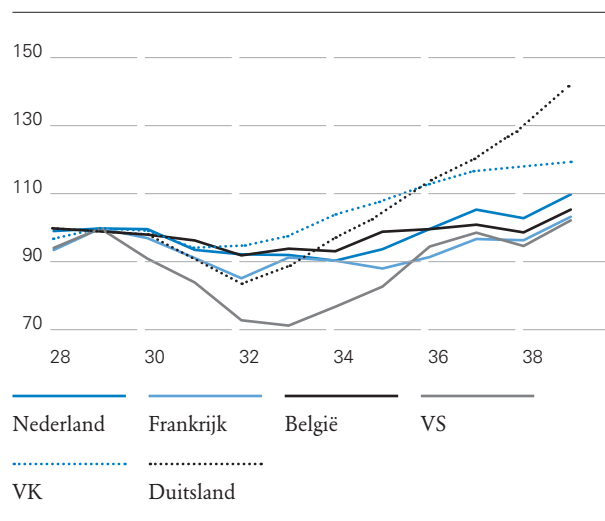
De deflatie van de jaren dertig ontworchtte in veel landen het economische proces. Anticiperend op verdere prijsdalingen stelden huishoudens hun aankopen uit. Door die vraaguitval en de dalende afzetprijzen zagen bedrijven de inkomsten sterk dalen. Zij kwamen al snel in financiële moeilijkheden, doordat de lonen niet gemakkelijk konden worden verlaagd en de rentebetalingen en aflossingen op de schuld nominaal vastlagen. In veel landen ontstond een negatieve spiraal van vraaguitval, financiële problemen bij bedrijven, ontslagen en financiële nood bij huishoudens. De bancaire crises, veroorzaakt door de financiële problemen in de private sector, leidden tot een verdere verdieping van de depressie, vooral in de VS.

In de VS kwam de ommekeer in 1933 toen de net agetreden president Roosevelt besloot tot de devaluatie van de dollar ten opzichte van goud. Dat riep een halt toe aan de Amerikaanse deflatie. Europese landen die de Gouden Standaard lang trouw bleven, zoals Nederland en Frankrijk, gingen door een diepere neergang dan landen als het VK die daar in 1931 vanaf stapten. Het loslaten van de Gouden Standaard betekende een aanzienlijke monetaire stimulering van de economie. In de tweede helft van de jaren dertig volgde de facto een verdere overheidsstimulus doordat de militaire uitgaven werden verhoogd door de oplopende internationale politieke spanningen.

Met in het achterhoofd de ervaringen van de Grote Depressie hebben de huidige beleidsmakers de risico's op een verdere verdieping van de neergang onderkend en zich geheel anders opgesteld. Het monetaire beleid werd actiever ingezet ter demping van de economische neergang en ter afwending van de deflatierisico's. De beleidsrente werd in het overgrote deel van de ontwikkelde wereld sterk verlaagd, tot het laagste niveau sinds de Tweede Wereldoorlog, en verscheidene centrale banken kozen voor een verdere monetaire verruiming door vastrentend (overheids)papier op de balans te nemen. Ook het budgettaire beleid in veel regio's ondersteunde de vraag, in tegenstelling tot de jaren dertig. Ten slotte is het financiële stelsel tijdens de kredietcrisis op zeer grote schaal ondersteund. Door de liquiditeitsinjecties van centrale banken, kapitaalsteun van overheden en hogere garanties op spaardeposito's bleef het aantal faillissementen beperkt.

Grafiek 4 Groeiprestaties jaren dertig

Index reëel bbp (top voor depressie = 100)



Noot: Landen met stippellijn verlieten de Gouden standaard in 1931.

Bron: Maddison.

Een definitief oordeel over het huidige beleid zal pas over lange tijd kunnen worden geveld, net zoals dat voor de jaren dertig het geval is. Maar de eerste indruk is dat de huidige, actievere beleidsaanpak ertoe heeft bijgedragen dat een diepe neerwaartse spiraal is uitgebleven en dat het herstel in de meeste ontwikkelde landen daardoor sneller is ingezet dan in de jaren dertig. Van groot belang is dat het vertrouwen van consumenten en bedrijven ten opzichte van het dieptepunt in maart 2009 sterk is toegenomen en de deflatierisico's in bijna alle ontwikkelde landen grotendeels onder controle zijn. Bij de economische ommekeer hebben de beleidsbepalers van de ontwikkelde landen ook het geluk aan hun zijde, want veel opkomende landen zijn vrijwel ongestoord doorgesloegen. De importvraag uit de opkomende economieën heeft een belangrijke groeiimpuls aan de ontwikkelde wereld gegeven. Een dergelijke ondersteunende factor ontbrak in de jaren dertig.

Nieuwe risico's in de jaren tien

Het actieve beleidsoptreden heeft echter nieuwe risico's gecreëerd. Zo is de overheidsschuld in veel landen in een zeer rap tempo opgelopen door de hoge tekorten en de ondersteuning van de financiële sector. Recent heeft dit geleid tot hernieuwde onrust op de financiële markten, die voortkomt uit de twijfels van marktpartijen over de kredietwaardigheid van overheden en de politieke bereidheid tot ingrijpende, tekortreducerende beleidsmaatregelen. Overheden zullen het marktvertrouwen alleen kunnen herwinnen door vaart te maken met de consolidatie van de overheidsfinanciën. Deze 'exit'-risico's speelden in de herstelfase van de Grote Depressie in het geheel niet. Destijds bestond er nog volop ruimte om de economieën met extra overheidsuitgaven en een lager beleidsrente aan te jagen.

Daarnaast zijn de onderliggende structurele problemen in veel landen nog onvoldoende geadresseerd. Er wacht nog een moeizaam aanpassingsproces om de concurrentiepositie te versterken en de ontstane overcapaciteit af te bouwen. Huishoudens zijn nog terughoudend met hun bestedingen vanwege de zwakke arbeidsmarkt en de financiële schade die zij door lagere huizenprijzen en aandelenkoersen hebben opgelopen. Ook de financiële sector is bepaald nog niet op orde. Om voorbereid te zijn op de huidige kredietrisico's van leningen aan private en publieke sector alsook op de toekomstige verhoging van de kapitaal- en liquiditeits-eisen is een verdere versterking van de bankbalansen vereist.

De komende tijd zal ook moeten blijken in hoeverre de wereld een andere beleidsfout uit de jaren dertig weet te vermijden. Indertijd liep de wereldhandel grote schade op als gevolg van een golf van protectionistische maatregelen. Vooral de landen die trouw bleven aan de Gouden Standaard, zoals Nederland, verhoogden begin jaren dertig de importtarieven en stelden stringente importquota in. Hierdoor daalde het wereldhandelsvolume tot een dieptepunt in 1932 van 30% onder het niveau van 1929. Door de mondiale onevenwichtigheden en de kunstmatige wisselkoersverhoudingen vormt een verstoord internationaal (handels-)politiek klimaat ook nu een niet te verwaarlozen risico. Voor zover landen hun wisselkoers kunstmatig laag houden, kan dat voor andere landen op een gegeven moment aanleiding zijn om de eigen industrie te beschermen. De bereidheid tot internationale samenwerking wordt ook op de proef gesteld indien landen die op een te grote voet hebben geleefd, en onder een hoge externe schuld gebukt gaan, hun aanpassingslast deels op het buitenland afwentelen door een hogere inflatie of substantiële afschrijvingen.

De duurzaamheid van het huidige herstel is met grote onzekerheden omgeven. De ervaringen van de jaren dertig mogen daarbij als waarschuwing dienen. Aan het begin van de Grote Depressie rekende men in de VS ook op een snel economisch herstel. Daarvan getuigt de kortstondige opleving van de beurskoersen in de eerste helft van 1930. Pas eind 1931 daagde het besef dat deze neergang wel eens aanmerkelijk langer zou kunnen gaan duren. Tijdens de huidige kredietcrisis is de eerste klap weliswaar goed opgevangen, maar dat geeft nog geen garanties voor de toekomst.

Versterking begrotingsdiscipline in het eurogebied

Begrotingsdiscipline is van groot belang voor de Europese muntunie. De Europese schuldencrisis maakt duidelijk dat landen onvoldoende invulling hebben gegeven aan hun verantwoordelijkheden op dit vlak. Naleving en handhaving van de regels moeten beter – op nationaal niveau, en vervolgens ook op Europees niveau. In de nationale wetgeving moet niet alleen de verantwoordelijkheid voor houdbare begrotingsposities worden verankerd, maar ook een concrete uitwerking van adequate begrotingsprocedures om dit te realiseren. Het verplichten tot het gebruik van realistische veronderstellingen voor begrotingsplannen, het beter verankeren van deze plannen in het nationale begrotingsproces, en het automatisch opleggen van kleinere sancties zullen het Stabiliteitspact versterken.

Inleiding

De kredietcrisis heeft geleid tot een forse verslechtering van de overheidsfinanciën. Dit escaleerde in Griekenland tot een schuldencrisis die ook andere landen dreigt mee te sleuren. Een task force van lidstaten, de ECB en het EU-voorzitterschap gaat nu voor het einde van het jaar maatregelen presenteren om het juridische raamwerk van het stabiliteits- en groeipact (SGP) te versterken. Als startschot hiervoor heeft de Europese Commissie recentelijk de publicatie 'Reinforcing economic policy coordination' uitgebracht. Deze gaat op hoofdlijnen in op het versterken van het SGP, het adresseren van macro-economische onevenwichtigheden en het opzetten van een raamwerk voor crisismanagement. Als bijdrage aan deze discussie geeft DNB in dit artikel haar visie op het voorkomen en corrigeren van begrotingsonevenwichtigheden en het verbeteren van de marktdiscipline. Conform de benadering van de Europese Commissie ligt de nadruk op maatregelen die snel te realiseren zijn binnen het SGP, zonder noodzaak tot wijzigingen van het EU-Werkingsverdrag, kortweg het Verdrag. Op langere termijn kan uiteraard ook het Verdrag worden aangepast.

Begrotingsdiscipline en de EMU

Het beleidsmodel van de Economische en Monetaire Unie (EMU) bestaat uit centraal monetair beleid en nationaal maar gecoördineerd begrotingsbeleid. Van meet af aan werd het belang van begrotingsdiscipline en een goede stabilisatiefunctie van het nationale begrotingsbeleid erkend. Dit om te voorkomen dat onverantwoord begrotingsbeleid in één euroland leidt tot een hogere rente in alle eurolanden en om aanpassing aan landspecifieke economische ontwikkelingen te vergemakkelijken. Als een land eenmaal de euro heeft ingevoerd, is nominale devaluatie ter tijdelijke verbetering van de concurrentiepositie en verzachting van de budgettaire pijn immers geen optie meer. Dit betekent overigens ook dat een gezonde loon- en kostenontwikkeling van groot belang zijn. Het Verdrag bevat bepalingen die de begrotingsdiscipline moeten waarborgen. Het gaat om het voorkomen van buitensporige tekorten (maximaal 3% bbp) en hoge schuld (maximaal 60% bbp) en verboden op directe monetaire financiering door de ECB, bevoorrechte toegang van de publieke sector tot de financiële instellingen en een bail-out door de andere lidstaten. Deze laatste drie verboden hebben ten doel ervoor te zorgen dat overheden

– net als private ondernemingen – bij het aantrekken van geld volledig worden blootgesteld aan de tucht van de markt.

De begrotingsregels zijn verder uitgewerkt in het stabiliteits- en groeipact (SGP). Het preventieve toezicht door de Europese Commissie en de Raad van Ministers vindt plaats op basis van nationale programma's. Daarin geven landen aan hoe ze hun begroting op middellange termijn vrijwel in evenwicht zullen brengen of houden. Daarnaast is er een uitgebreide beschrijving van de sanctieprocedures voor landen die zich niet aan de regels houden. Bij de hervorming van het SGP in 2005 is de mogelijkheid van langere aanpassingspaden gecreëerd. Van die mogelijkheid is ook gebruik gemaakt nu dertien van de zestien eurolanden een buitensporig tekort hebben.

Het belang van begrotingsdiscipline is verder toegevoegd omdat de nationale staatsschuld in toenemende mate in buitenlandse handen is gekomen. Waar in Nederland in 1998 bijvoorbeeld nog 20% van de totale staatsschuld in buitenlandse handen was, is dit percentage gestaag opgelopen tot 62% in 2008. Voor vrijwel alle landen van het eurogebied ligt het percentage van de totale overheidsschuld dat in buitenlandse handen is grofweg tussen de 40 en 80%. Daarbij is een groot deel van de overheidsschuld in handen van financiële instellingen. Met de toenemende internationale verwevenheid van de markten voor overheidsschuld is aan efficiëntie gewonnen, maar zijn er ook grotere besmettingseffecten zodra er twijfels opkomen over de herfinanciering van de overheidsschuld van een bepaald land. Er ontstaat dan al snel een systeemrisico voor het eurogebied als geheel.

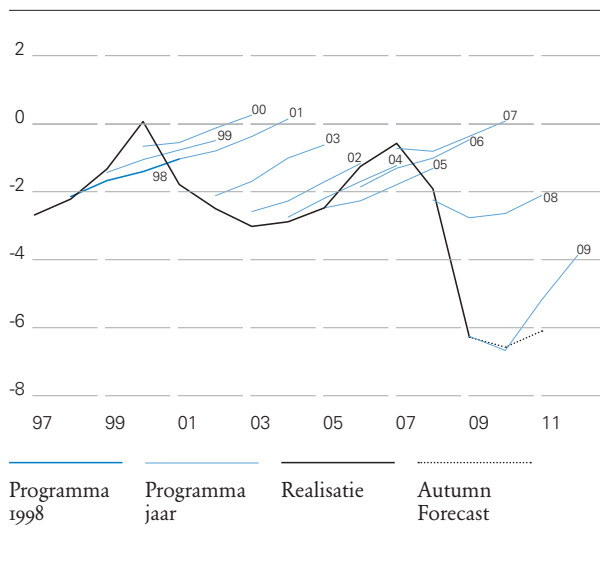
Voorkomen van begrotingsonevenwichtigheden

Wat is het probleem?

Om begrotingsonevenwichtigheden te voorkomen, moeten de Europese overheden volgens het SGP plannen maken om hun inkomsten en uitgaven met elkaar in evenwicht te brengen. Echter, er ontbreekt een mechanisme voor handhaving van de uitvoering van deze plannen. De Commissie en de Raad hebben weliswaar de bevoegdheid om vroegtijdig te waarschuwen indien landen onvoldoende voortgang maken richting begrotingsevenwicht, maar hiervan is in de praktijk nauwelijks gebruik gemaakt. Een onderliggend probleem is dat de economische ramingen die aan de begrotingsplannen ten grondslag liggen in een aantal landen als politiek instrument worden gezien. Het doel

Grafiek 1 Begrotingsplannen versus uitkomsten onder SGP

Procenten bbb



Toelichting: eurogebied op basis van twaalf landen.

Bron: Europese Commissie, Spring Forecast 2010 en begrotingsplannen volgens de verschillende nationale stabiliteitsprogramma's.

is niet om realistisch te ramen, maar optimisme uit te stralen over de economische ontwikkeling.

De combinatie van optimistische groeiramingen en uitgavenoverschrijdingen verklaart waarom de begrotingsplannen in het eurogebied gemiddeld genomen veel te rooskleurig zijn, zie Grafiek 1. De blauwe lijnen geven de begrotingsplannen weer van de landen van het eurogebied. Deze plannen zijn hier geaggregeerd voor het eurogebied als geheel en weergegeven in termen van het EMU-saldo, ofwel het verschil tussen inkomsten en uitgaven. De plannen tonen elk jaar weer hetzelfde beeld van afnemende tekorten, in de richting van begrotingsevenwicht. De zwarte lijn geeft de werkelijke uitkomsten weer voor het EMU-saldo, en gaat over in een stippellijn voor de projecties. De uitkomsten voor het EMU-saldo vertonen weinig relatie met de plannen. Zij bereikten een eerste dieptepunt tijdens de recessie van 2002-2003, om vervolgens tot ongekende diepte weg te zakken tijdens de kredietcrisis.

Verantwoordelijkheden nationaal verankeren

In de muntunie bestaat er een nationale verantwoordelijkheid voor gedisciplineerd begrotingsbeleid. De doelstelling van houdbare begrotingsposities, en de naleving en handhaving van deze doelstelling, moeten daarom verankerd worden in de nationale wetgeving. Zo geven landen invulling aan hun verantwoordelijkheid om

van de monetaire unie een succes te maken. Daarbij bevat het Verdrag nu al de verplichting dat de nationale procedures op begrotingsgebied landen in staat stellen hun verdragsverplichtingen na te komen. Deze verplichting is echter nog niet concreet uitgewerkt. De verplichting tot deze expliciete verankering en uitwerking in nationale wetgeving dient te worden opgenomen in het Stabiliteitspact.

Onafhankelijke ramingen; sterkere nationale begrotingsinstituten

Resultaten van onderzoek bieden aanknopingspunten voor de uitwerking van het bovenstaande punt. Het genoemde probleem van optimistisch ramen speelt niet in landen waar het economische scenario wordt opgesteld door een onafhankelijk instituut. Landen zouden daarom verplicht hun begroting moeten baseren op het scenario van een onafhankelijk nationaal instituut, zoals het CPB in Nederland of, zolang dat er nog niet is, van de Europese Commissie. Daarnaast kan het probleem van uitgavenoverschrijdingen worden aangepakt door voorwaarden te stellen voor de handhaving en monitoring van nationale uitgavenregels. Ten slotte wordt in de discussie terecht veel aandacht besteed aan het waarborgen van de kwaliteit en onafhankelijkheid van de nationale statistische bureaus. Dit om te voorkomen dat wederom doelbewust te rooskleurige cijfers worden gerapporteerd aan de Commissie.

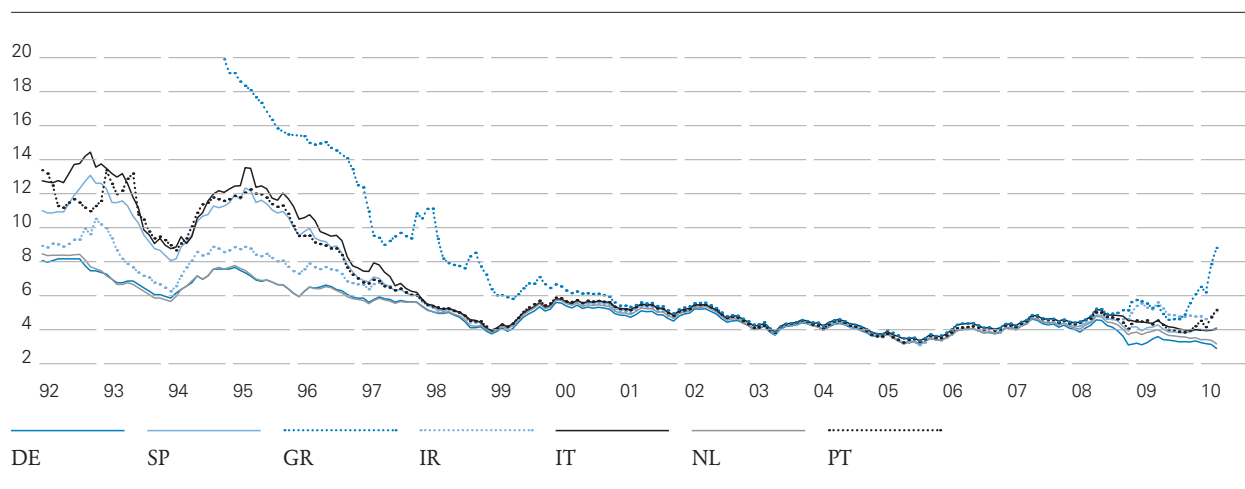
Het resultaat dient te zijn dat de begrotingsplannen die in de toekomst aan de Commissie worden gerapporteerd, niet alleen een beweging richting evenwicht laten zien, maar ook volledig zijn verankerd in het nationale begrotingsproces. De stabiliteitsprogramma's dienen te zijn aangenomen door het nationale parlement, gebaseerd te zijn op onafhankelijke ramingen, en ondersteund te worden door concrete maatregelen. Vroegtijdige signalering van afwijkingen begint op het nationale niveau door het onafhankelijke ramingeninstituut, zoals het CPB dat in Nederland doet, en de verantwoording ex post kan worden versterkt door het bestaande toezicht van de rekenkamer. Deze instituten kunnen vervolgens de Europese Commissie informeren indien ook op het Europese niveau handhaving nodig is.

Preventief toezicht wordt volwaardige begrotingsregel

Ook op het Europese niveau zijn verbeteringen noodzakelijk om de begrotingsdiscipline te verbeteren. Om het probleem van gebrekkig preventief toezicht aan te pakken zou inhoud moeten worden gegeven aan het systeem van vroegtijdig waarschuwen, en kan het pre-

Grafiek 2 Kapitaalmarktrente van diverse eurolanden

Procenten, 10-jaars staatsobligaties



ventieve deel van het SGP worden omgevormd tot een volwaardige begrotingsregel. Een handhavingsmechanisme voor de plannen uit de stabiliteitsprogramma's moet in het leven worden geroepen, conform het voorstel van de Commissie. Dit toezicht zou vervolgens verder moeten worden aangescherpt vanaf een tekort van 3% bbp of in geval van een te hoge overheidsschuld.

Criteria voor financiering staatsschuld

De Griekse casus maakt duidelijk dat een hoge schuld kan leiden tot twijfels over de herfinanciering, die vervolgens de financiële stabiliteit in het eurogebied in gevaar kan brengen. De financiering van de staatsschuld moet dan ook worden meegenomen in het reguliere begrotingstoezicht van de Europese Commissie. Ook dient de transparantie over de schuldfinanciering te worden verbeterd. Zo is er bijvoorbeeld geen overzicht van landen die gebruik maken van financiële innovaties bij hun staatsschuldfinanciering. Voor landen met een hoge schuld zou naar verschillende indicatoren kunnen worden gekeken, zoals de jaarlijkse herfinancieringsbehoefte, de gevoeligheid voor schokken en bijzondere financiële transacties.

Marktdiscipline*Wat is het probleem?*

De tucht van de markt werkt onvoldoende preventief. Zoals blijkt uit grafiek 2 zijn de verschillen in tienjaarsrente tussen de eurolanden sinds de start van de EMU

vrijwel nihil vergeleken met de periode voor de EMU. Voor een deel weerspiegelt dit het wegvallen van het devaluatierisico van de eurolanden, maar de resterende zeer kleine renteversillen doen nauwelijks recht aan de onderliggende verschillen in begrotingsdiscipline. Sinds de val van Lehman Brothers in september 2008 zijn de financiële markten onevenwichtige overheidsfinanciën in de EMU veel sterker gaan afstraffen, maar het is nog maar de vraag of de markten dat verschil ook in rustiger tijden zullen blijven maken.

Verbeteren marktdiscipline

De crisis heeft aangetoond dat toezichthouders en centrale banken op termijn meer onderscheid moeten maken tussen staatsobligaties met een verschillend kredietrisico. Dit zal ook de prikkel voor preventieve marktdiscipline versterken. Voor toezichthouders betekent dit dat de eisen aan de kapitaal- en liquiditeitsbuffers' van banken zo moeten worden vormgegeven dat het aanhouden van relatief risicovol overheidspapier onaantrekkelijker wordt gemaakt dan het aanhouden van overheidspapier uit een land dat zijn financiën goed op orde heeft. Centrale banken zullen hetzelfde moeten doen voor het waarden van onderpand dat banken inbrengen om geld te lenen. Immers, wanneer in de toezichteisen en de onderpandvoorwaarden weinig of geen onderscheid wordt gemaakt tussen overheidspapier uit verschillende landen, dan zullen banken geneigd zijn het meest risicovolle papier – met de hoogste rente – te kopen. De tucht van de markt wordt daarmee verstoord.

Corrigeren van begrotingsonevenwichtigheden

Wat is het probleem?

De Europese begrotingsregels zetten in op preventie, maar bevatten ook de mogelijkheid van boetes voor landen die niet voldoen aan de regels. Het probleem is echter dat de boetes ongeloofwaardig zijn. De boetes waren bedoeld als de atoombom: zo afschrikwekkend dat iedereen uit de gevarenzone zou willen blijven. Toen landen in de gevarenzone kwamen bleek er echter geen politieke bereidheid te bestaan het boetesysteem toe te passen. Het gevolg was een versoepeling van het SGP (2005) en het uitstellen van het moment van boetes via langere aanpassingspaden.

Oplossingsrichtingen

Een eerste optie is het begrotingstoezicht verder aan te scherpen vanaf een tekort van 3% bbp of bij een te hoge schuld. Anders dan nu, zou op dat moment direct een Europees team van experts op missie kunnen gaan om tot in detail de begrotingssituatie te onderzoeken. Deze experts zouden toegang moeten krijgen tot alle gegevens en een gedetailleerd rapport met aanbevelingen publiceren. Deze fase kan ook samengaan met toenomen informatieverplichtingen aan de Raad, zodat de transparantie toeneemt.

Een tweede optie ligt bij de structuurfondsen en de cohesiefondsen die de EU aan de lidstaten verstrekt. Bij de cohesiefondsen is al een bepaling opgenomen dat ze geheel of deels kunnen worden stopgezet indien een land met een buitensporig tekort geen effectieve actie onderneemt. Een dergelijke bepaling zou ook kunnen worden opgenomen bij de structuurfondsen. Een mogelijkheid is automatisch een klein percentage in te houden zodra een land boven de 3% bbp zit, en dit dan gestaag op te laten lopen. Achterliggend idee is dat landen met buitensporige tekorten de cohesie in de muntunie in gevaar brengen, en daarom ook minder geld uit de fondsen ontvangen.

Crisismanagement

Omdat het SGP werd geacht een schulden crisis te voorkomen, had Europa geen mechanisme om met een schulden crisis om te gaan. De Europese Raad heeft recentelijk een tijdelijk mechanisme voor gezamenlijke EU/IMF-steun in het leven geroepen en wil uiteindelijk toe naar een permanent raamwerk voor crisismanagement. Zoals ook de Europese Commissie suggereert zou het goed zijn hierbij de ervaringen van het tijdelijke

mechanisme te betrekken. Voor de geloofwaardigheid, conditionaliteit en afdwingbaarheid van een steunprogramma zou het in ieder geval van belang zijn dat het IMF een rol krijgt in het permanente raamwerk, zoals ook in het tijdelijke mechanisme het geval is.

Tot slot

Begrotingsregels kunnen alleen effectief zijn als de politiek eraan hecht de regels te respecteren. Alleen het aanscherpen van de regels is daarom niet voldoende. Er is een politieke mentaliteitsverandering nodig opdat alle overheden inzien dat begrotingsdiscipline van groot belang is voor het functioneren van de muntunie. Dit vraagt op nationaal niveau om bereidheid tot het nemen van soms pijnlijke maatregelen. Op het Europese toneel moeten overheden bereid zijn om elkaar aan te spreken op het schenden van de regels en hieraan ook consequenties te verbinden. Alleen dan kan de euro blijvend tot een succes worden gemaakt.

¹ Liquiditeit bestaat uit snel te verkopen bezittingen van banken, zoals staatsobligaties.

Betalingsverkeer niet alleen het werk van banken

In de loop der jaren zijn er steeds meer niet- bancaire ondernemingen op de markt gekomen die zich bezig houden met aspecten van het betalingsverkeer. Kostenbesparingen bij banken, verdergaande specialisatie en technologische ontwikkelingen verklaren deze ontwikkeling grotendeels.

Met een vergunning als 'betaalinstelling' kunnen niet-bancaire partijen in principe als zelfstandige aanbieder van betaaldiensten aan eindgebruikers optreden. De vorming van de Europese betaalruimte (SEPA) die voor meer standaardisatie in het Europese betalingsverkeer zorgt geeft dergelijke nieuwe spelers nog betere kansen. Uiteraard strekt de zorg van DNB voor de goede werking van het betalingsverkeer zich ook uit naar deze 'new kids on the block'.

Niet-banken in het betalingsverkeer

Onder betalingsverkeer vallen zowel 'bankzaken' die thuis worden verricht, zoals betalen met een overschrijving of machtiging, als betalingen in winkels, met contant geld of een pinpas. Om een dergelijke betaling te doen, moet er achter de schermen veel gebeuren. Denk aan het vullen van een geldautomaat en het verwaarden van een pinpas. Die vervolgens aan de juiste consument met de juiste pincode en bankrekening wordt gekoppeld. Op het moment van betalen of het opnemen van geld is controle nodig of er voldoende saldo op de rekening staat en na de transactie verwacht men dat dit vrijwel direct zichtbaar is in de internetbankieromgeving. Al deze handelingen zijn onderdeel van de betaalketen en vormen samen het betalingsverkeer. Veel van de activiteiten in deze keten worden door banken uitbesteed aan niet-banken. Deze niet-banken zijn overal in de keten te vinden, zonder dat overigens het complete proces helemaal kan worden uitbesteed. Er zijn nog tal van activiteiten benoembaar, waarin de financiële instellingen zelf een rol vervullen, zoals de contacten met de klant of de controle van saldo en transacties.

Uit een in 2009 gehouden inventarisatie blijkt dat in Nederland acht financiële instellingen, die samen het overgrote deel van het betalingsverkeer vertegenwoordigen, gebruik maken van circa 125 niet-banken. Dit zijn veelal bedrijven die internationaal actief zijn. De dienstverlening van niet-banken is heel divers maar meestal sterk specialistisch van aard en ook vaak met een technologisch karakter. Hierdoor kunnen eigenlijk alleen zeer gespecialiseerde bedrijven het gewenste niveau bereiken. Voorbeelden zijn internetkassa's of internetbetaalkantoren. Zij bieden webwinkeliers de mogelijkheid om via hen betaald te krijgen met (meestal) een veelheid aan betaalproducten. Op deze manier wordt de webwinkelier, en zijn bank, veel werk uit handen genomen. Specialisatie biedt tevens ruimte aan innovatie, waarbij niet-banken vaak snellere doorlooptijden kunnen realiseren. Andere activiteiten die niet-banken verrichten zijn bijvoorbeeld het verwerken van betalingen of werkzaamheden gericht op beveiliging: beveiliging van bijvoorbeeld de internetbankieromgeving, of juist het maken van beveiligde documenten zoals identiteitsbewijzen, maar ook betaalpassen. Al heel lang zijn aanbieders van creditcard systemen als niet-bancaire partij actief op de betaalmarkt. De uitgifte en acceptatie van betaalpassen doen ze vaak niet zelf maar via banken of andere bedrijven.

Een belangrijke factor achter het groeiende belang van niet-banken is schaalgrootte. In een sector met veel transacties en lage marges zoals betalingsverkeer, is het essentieel om de kostprijs per transactie laag te houden. Door het uitbesteden van delen van het proces aan in dat onderdeel gespecialiseerde bedrijven kan een bank kosten besparen, en toch zelf de betaaldienst aan de eindgebruiker blijven leveren. Uitbesteding is soms zelfs onvermijdelijk. Een voorbeeld hiervan is de toenemende behoefte aan gespecialiseerde beveiligingsdienstverlening en specifieke soft- en hardware als gevolg van de opmars in internetbankieren en online winkelen. Niet-banken spelen op dit terrein een grote rol. Het gebruik van niet-banken geeft financiële instellingen daarmee meer flexibiliteit en de mogelijkheid meer aandacht te besteden aan hun kernactiviteiten.

Betalingsverkeer wordt Europees

Europese ontwikkelingen veranderen het speelveld voor niet-banken. Met de komst van de Richtlijn Betaaldiensten en de vorming van één Europese betaalmruimte (Single Euro Payments Area, SEPA) wordt het voor nieuwe spelers eenvoudiger toe te treden tot de markt voor betalingsverkeer. Toetreding tot een nationale markt is voor relatief kleine partijen met een specialistisch karakter vaak lastig omdat juist deze partijen behoefte aan schaalgrootte hebben. Met het nieuwe regelgevende kader en de komst van SEPA wordt de schaal waarop instellingen hun diensten kunnen aanbieden een stuk groter.

De vorming van SEPA houdt vooral in dat de technische standaarden die gebruikt worden om betalingen in euro uit te voeren, in heel Europa hetzelfde zullen worden. De betaalinstrumenten die op basis van deze standaarden aangeboden worden, de SEPA Credit Transfer (overboeking), de SEPA Direct Debit (incasso op basis van een machtiging) en pinpassen op basis van de zogeheten EMV standaarden (chip protocol ontwikkeld door Europay, Mastercard en VISA), zijn in heel Europa geïntroduceerd, en vervangen in de komende jaren geleidelijk de nationale betaalinstrumenten. Het gebruik van gemeenschappelijke standaarden maakt het voor partijen gemakkelijker schaalgrootte te bereiken. Vormen van dienstverlening die zich juist richten op het faciliteren van het omgaan met nationale verschillen worden op den duur minder winstgevend.

De Richtlijn Betaaldiensten legt de juridische basis voor de vorming van SEPA. De richtlijn harmoniseert de rechten en plichten voor de gebruikers en aanbie-

ders van betaalproducten in Europa. Hierdoor worden gelijke concurrentievoorwaarden tot stand gebracht en wordt concurrentie op nationale markten verscherpt. De richtlijn introduceert een nieuw type betaaldienstverlener: de betaalinstanting. Een dergelijke instanting, waarvoor een specifiek vergunningsregime geldt, kan betaaldiensten verlenen zonder bank te zijn. Op dit moment hebben een twintigtal niet-banken een aanvraag voor een vergunning tot betaalinstanting ingediend bij DNB. Voor een groot deel zijn dit geen nieuwe spelers, maar al bestaande geldtransactiekantoren die onder de nieuwe wetgeving ook onder de definitie van betaalinstanting vallen. Een vergunning als betaalinstanting kan in elke lidstaat worden aangevraagd, waarna bij verkrijging in heel Europa diensten kunnen worden aangeboden. Partijen hoeven dus niet perse in Nederland een vergunning aan te vragen om hier hun diensten te kunnen aanbieden. Met name in het Verenigd Koninkrijk is reeds een groot aantal vergunningen verleend.

In hoeverre niet-bancaire partijen met een vergunning als betaalinstanting diensten gaan aanbieden die rechtstreeks concurreren met die van de banken is nog moeilijk te voorspellen. Op dit moment zijn er nog geen betaalinstantingen die zich bij de European Payments Council hebben geregistreerd om op basis van SEPA standaarden betaalproducten aan te bieden. De als niet-bank begonnen internetbetaalaanbieder Paypal (dat wel een bankvergunning heeft) heeft laten zien dat ook onder de oude wetgeving er voor innovatieve nieuwe spelers mogelijkheden waren succesvol de markt te betreden. Maar de lage marges, benodigde schaalgrootte en het tweezijdige karakter van de markt – zowel koper als verkoper moeten een betaalproduct willen gebruiken – maken het voor ‘new kids on the block’ niet gemakkelijk.

Mogelijke risico's

De eerdergenoemde inventarisatie van uitbesteding van activiteiten van banken aan niet-bancaire partijen was er ook op gericht mogelijke risico's te identificeren. Het gaat daarbij in de eerste plaats om operationele risico's. Financiële risico's (liquiditeits- of kredietrisico's) zijn beperkt in het gebruik van niet-banken, aangezien in principe geen financiële positie op de niet-banken wordt ingenomen. Niet-banken zijn geen ‘tegenpartij’ in financiële transacties van banken, ze hebben het geld niet onder zich. Er zijn banken die relatief veel uitbesteden, en daarbij soms een aantal activiteiten aan dezelfde partij. Andere banken besteden minder uit, of hebben het

beleid in elk geval kritische processen niet uit te besteden. Instellingen zijn vrij deze keuzes te maken, waarbij in geval van uitbesteding uiteraard wel goede afspraken gemaakt moeten worden over kwaliteit en continuïteit van de dienstverlening. Als bancaire toezichthouder ziet DNB hierop toe. Indien veel instellingen gebruik maken van dezelfde gespecialiseerde dienstverlening, dan kan een concentratierisico ontstaan. Evident is dit het geval voor de clearing van betalingen (het bepalen en verwerken van posities tussen de banken onderling), dat voor het overgrote deel van de Nederlandse markt door het Nederlands-Duitse Equens wordt verricht, en voor het financiële-berichtenverkeer tussen de banken, dat door SWIFT wordt verzorgd. Deze processen zijn uit hun aard niet door de banken zelf te doen, en staan vanwege hun systeemkritisch karakter onder ‘oversight’, de vorm van toezicht specifiek voor betaal- en afwikkel-systemen. DNB verricht oversight op Equens; SWIFT heeft zijn hoofdkantoor in België en staat dan ook onder oversight van de Nationale Bank van België, in samenwerking met andere centrale banken. Ook voor minder kritische processen komt het voor dat banken vaak van dezelfde partijen gebruik maken. De risico's zijn niet zodanig dat er specifiek toezicht op deze partijen nodig wordt geacht. Behalve bij de uitbestedende individuele partijen ligt hier ook een verantwoordelijkheid bij de eigenaar van het betaalproduct. Dit is de instanting die licenties uitdeelt aan partijen die betaalproducten aanbieden aan klanten, en de regels vastlegt en beheert die hiervoor gelden. Voor Nederlandse betaalproducten als incasso en pinnen (PIN) is dat Currence, dat voor de uitvoering van deze taken dan wel weer onder oversight staat van DNB. Een voorbeeld van hoe de eigen verantwoordelijkheid van marktpartijen vorm krijgt is de gang van zaken rond de geconstateerde toename van storingen in het pinverkeer in 2008. Op initiatief van de banken, producteigenaar Currence en de winkeliers als acceptanten van pinbetalingen zijn partijen die actief zijn in de keten bij elkaar gebracht, zijn oorzaken en knelpunten geïnventariseerd en oplossingen geformuleerd. Hierdoor komen storingen minder vaak voor en is, wanneer een storing optreedt, sneller duidelijk waar de oorzaak ligt, zodat gericht actie kan worden ondernomen.

Toekomst

De verwachting is dat de rol van niet-banken in het betalingsverkeer verder toeneemt. Technologische ontwikkeling en daarmee gepaard gaande specialisatie,

en de noodzaak tot verdere kostenbesparingen in het bankwezen gaan voort. Het ontstaan van één Europese markt en de komst van betaalinstanties zullen verdere impulsen geven. DNB blijft de ontwikkelingen dan ook nauwlettend volgen.

Overzicht verschenen artikelen 2006-2010

Juni 2010

- Tien Punten voor het Financieel Toetsingskader
- Een eeuw financiële leverage van Nederlandse banken
- De verschillen tussen de jaren tien en de jaren dertig
- Versterking begrotingsdiscipline in het eurogebied
- Betalingsverkeer niet alleen het werk van banken

Maart 2010

- De crisis spaart het huishoudboekje niet
- De implicaties van de financiële crisis voor monetair beleid
- Securitatie van leningen kan balansherstructurering en kredietverlening ondersteunen
- Lessen uit de crisis voor betalings- en stelsystemen

December 2009

- Aanpassingen Bazels raamwerk voor banktoezicht
- Beleggingsbeleid pensioenfondsen onder de loep
- Bezuinigen en groeien
- Contante betalingen geteld
- Bankfaillissement
- Aanscherping risicomanagement handelsomgeving bij banken
- Commerciële vastgoedmarkt in zwaar weer

September 2009

- Mondiale onevenwichtigheden en de financiële crisis
- De toekomst van de Nederlandse financiële sector
- Procycliciteit en toezichtregels
- Solvency II leidt tot hogere zekerheid en meer prijsdifferentiatie bij verzekeringen
- Vraaguitval en flexibele arbeid
- Centrale tegenpartij voor kredietderivaten is niet genoeg
- Europese integratie effectenmarkt nog niet afgerond

Juni 2009

- Noodzakelijke veranderingen in het Europese toezicht
- Crisis treft ook Centraal- en Oost-Europa
- Risicobeheersing en beloningsbeleid
- Macro-stresstesten als instrument voor toezicht en financiële stabiliteit
- Bankencrises raken exporten
- De Nederlandse economie in 2009-2011: vooruitzichten op basis van MORKMON

Maart 2009

- Kredietverlening aan Nederlandse bedrijven loopt terug
- Het Westen en de verschuivende economische verhoudingen
- Nederland maakt pas op de plaats
- Marktwerking in de zorgsector
- Veilig betalen in Nederland

December 2008

- Staatsdeelname als uiterste remedie in een bankencrisis: lessen uit de praktijk
- De kredietcrisis en de reële economie
- QIS4 legt de risico's van verzekeraars langs de meetlat
- Barsten in de voegen van de volkshuisvesting
- Betalen in het eurogebied: nog niet alle wensen vervuld
- De Nederlandse economie in 2008-2010: een raming voor 2008-2009 en verkenningen voor 2010

September 2008

- De beleggingsverzekering
- Eén jaar kredietcrisis in perspectief
- Strengere eisen aan liquiditeitsrisicobeheer bij banken
- Kentering op de Europese woningmarkten
- Hoge inflatie plaatst centrale banken voor uitdaging
- Zicht op de indexatiekwaliteit van pensioenregelingen

Juni 2008

- Europees pensioentoezicht: grensoverschrijdende dienstverlening vraagt om convergentie
- De toekomst van het 'originate-to-distribute'-model bij banken
- De voorspelkracht van conjunctuurindicatoren voor de bbp-groei in het eurogebied
- Inkomensongelijkheid in Nederland minder stabiel dan het lijkt
- Innovaties en ontwikkelingen in het betalingsverkeer en de uitvoering van monetair beleid
- De Nederlandse economie in 2008-2010: een voorspelling met MORKMON

Maart 2008

- Vroegpensioen, de levensloopregeling en het vermogen van Nederlandse huishoudens
- Maatwerk in het toezicht op banken in Europa
- Geldmarktoperaties Eurosysteem tijdens de recente periode van financiële onrust
- Het achterblijvende woningaanbod in Nederland
- Correctie Amerikaanse huizenmarkt nog niet ten einde
- Het IMF als spil in de internationale financiële wereld

December 2007

- Bazel II: een risicogevoeliger raamwerk voor een stabiel financieel stelsel
- Prikkels aan de kassa
- De Nederlandse concurrentiepositie in de internationale dienstenhandel
- Interbancaire vergoedingen en de eenwording van de Europese betaalmarkt
- Solvency II: op weg naar een nieuw toezichtkader voor verzekeraars
- De Nederlandse economie in 2007-2009: een voorspelling met MORKMON

September 2007

- Gevolgen van klimaatverandering voor de Nederlandse overheidsfinanciën
- Overdracht van kredietrisico in goede en slechte tijden
- Laveren naar sepa: de overgang naar Europese betaalmiddelen in Nederland
- Continuïteitsanalyse draagt bij aan houdbaar pensioen op lange termijn
- De omkeerregel voor pensioenopbouw en de inkomensverdeling
- Vormen Sovereign Wealth Funds een bedreiging?

Juni 2007

- De ups en downs in consumentenvertrouwen ontrafeld
- Internetbankieren nu en in de toekomst
- Een structurele stap vooruit – ervaringen van DNB met het Twin peaks-toezichtmodel
- Islamitisch bankieren en toezicht
- Veranderende verhoudingen binnen het IMF
- De Nederlandse economie in 2007-2009: een voorspelling met MORKMON
- De gevolgen van de hypotheekcrisis in de VS voor de financiële stabiliteit

Maart 2007

- Betalen op internet: de klant is tevreden
- Verschillen in pensioentoezicht tussen landen vragen om een integrale vergelijking
- Het nieuwe zorgstelsel: een positieve tussenstand
- Banken herstellen leemtes in klantenidentificatie
- De eerste transatlantische beurzengroep ter wereld: nyse Euronext
- Transparantie en centrale banken
- Bijzondere financiële instellingen – integriteitsrisico bij grote geldstromen
- Geen Europese verkoudheid door niezend Amerika

December 2006

- Quo vadis Europa? Europa, integratie versus identiteit
- Visie dnb toezicht 2006-2010
- Indexatie pensioen tussen wal en schip bij wisseling van baan
- Hervormingen blijven cruciaal voor nieuwe eu-lidstaten
- De Nederlandse economie in 2006-2008: een voorspelling met MORKMON

September 2006

- Echt of vals: hoe goed is dit te beoordelen?
- Winstgevendheid Nederlandse bedrijven: goede conditie na financieel moeilijke periode
- De invloed van beurshausses op aandelenuitgiftes en vermogensstructuren
- IFRS: stand van zaken één jaar na de introductie

Juni 2006

- Financiële kennis Nederlandse huishoudens is beperkt
- De impact van Bazel II op Nederlandse banken
- Eén Europees betaalgebied op komst
- Vermogensprijzen en monetair beleid
- Financiële instellingen in beeld
- De Nederlandse economie in 2006-2008: een voorspelling met MORKMON

Maart 2006

- Het spaargedrag van Nederlandse huishoudens
- Griepdemonie: potentiële bedreiging voor economie en financieel systeem
- Naar een cashless society?
- Risicobeheersing door geldtransactie- en trustkantoren
- Starre Europese prijzen in kaart gebracht

Publicaties

Sinds 1 juni 2004 publiceert de Nederlandsche Bank (DNB) een nieuwe reeks onderzoeksrapporten: DNB Working Papers. Deze reeks vervangt de DNB Onderzoeksrapporten, de PVK Rapporten en de PVK Studies. Het doel van deze publicatie is de verspreiding van onderzoek dat gericht is door medewerkers van DNB. Een overzicht van de Working Papers kan worden gevonden op de website van de Nederlandsche Bank, www.dnb.nl. In het afgelopen halfjaar zijn 8 Working Papers verschenen waarvan hieronder een samenvatting volgt.

No. 249 – Trading off monetary and financial stability: a balance of risk framework

Jan Willem van den End

This paper presents a framework that quantifies the trade-offs for a central bank that includes financial stability in its strategy and uses macroprudential instruments next to the interest rate. It is an innovative application of the Kaminsky and Reinhart early warning method, by assuming that the central bank takes into account financial variables as signals of inflation risks. The empirical application shows that trading off monetary and macroprudential policy reduces the overall costs related to inflation and financial instability. This can be achieved by changing the preferences of the central bank, lengthening the monetary policy horizon and by a more flexible inflation target.

Estimation results of a probit model indicate that the monetary stance in the US and the Euro area has not adequately traded off price stability against financial stability.

Keywords: financial stability, macroprudential policy, monetary policy, policy co-ordination, inflation.

JEL classification: E31, E52, E61, G28.

No. 248 – Peer monitoring or contagion? Interbank market exposure and bank risk

F.R. Liedorp, L. Medema, M. Koetter, R. H. Koning and I. van Lelyveld

We test if interconnectedness in the interbank market is a channel through which banks affect each others riskiness. The evidence is based on quarterly bilateral expo-

sure of all banks active in the Dutch interbank market between 1998 and 2008. A spatial lag model, borrowed from regional science, is used to test if z-scores of other banks affect individual bank's z-scores through the network of the interbank market. Larger dependence on interbank borrowing and lending increases bank risk. But only interbank funding exposures to other banks in the system exhibit significant spill-over coefficients. Spatial lags for lending are insignificant while borrowing from other banks reduces individual bank risk if neighbors are stable, too. Vice versa, stability shocks at interbank counterparties in the system spill over through the liability side of banks balance sheets.

Keywords: Interbank market, bank risk, spatial lag model.

JEL classification: G21, L1.

No. 247 – Mean Reversion in International Stock Markets: An Empirical Analysis of the 20th Century

Laura Spierdijk, Jacob Bikker and Pieter van den Hoek

This paper analyzes mean reversion in international stock markets during the period 1900-2008, using annual data. Our panel of stock indexes in seventeen developed countries, covering a time span of more than a century, allows us to analyze in detail the dynamics of the mean-reversion process. In the period 1900-2008 it takes stock prices about 13.8 years, on average, to absorb half of a shock. However, using a rolling-window approach we establish large fluctuations in the speed of mean reversion over time. The highest mean reversion speed is found for the period including the Great Depression and the start of World War II. Furthermore, the early years of the Cold War and the period covering the Oil Crisis of 1973, the Energy Crisis of 1979 and Black Monday in 1987 are also characterized by relatively fast mean reversion. Overall, we document half-lives ranging from a minimum of 2.1 years to a maximum of 23.8 years. In a substantial number of time periods no significant mean reversion is found at all, which underlines the fact that the choice of data sample contributes substantially to the evidence in favour of mean reversion. Our results suggest that the speed at which stocks revert to their fundamental value is higher in periods of high economic uncertainty, caused by major economic

and political events.

Keywords: mean reversion, market efficiency.

JEL Classification: C23, G14, G15.

No. 246 – The Forward Premium Puzzle and Latent Factors Day by Day

Kerstin Bernoth, Juergen von Hagen, Casper G. de Vries

We use futures instead of forward rates to study the complete maturity spectrum of the forward premium puzzle from two days to six months. At short maturities the slope coefficient is positive, but these turn negative as the maturity increases to the monthly level. Futures data allow us to control for the influence of an unobserved factor that can be decomposed into a contract-specific and a time-to-maturity effect. Once we do this, we find that the coefficients on the forward premium are much closer to one. The latent factor is shown to be related to conventional proxies of risk.

Keywords: forward premium puzzle, futures rates, latent factor.

JEL Classification: F31, F37, G13.

No. 245 – The safety of cash and debit cards: a study on the perception and behaviour of Dutch consumers

Anneke Kosse

This paper investigates the impact of consumers' safety perception on debit card and cash usage. A conceptual framework of safety perception and payment behaviour is introduced and tested with 2008 consumer survey data. The results demonstrate that consumers' payment preferences for cash and debit cards are strongly affected by how consumers assess the likelihood and seriousness of safety incidents related to cash, debit cards and ATM withdrawals. Risk aversion, personal characteristics and personal experiences all play a significant role. This study underlines the importance of effective safety measures, which minimise the risks inherent in the payment system, and of clear communication towards consumers, so that they may continue to pay efficiently and safely in all circumstances.

Keywords: debit card, cash, fraud, safety, payment behaviour, risk perception, risk aversion.

JEL Classification: C42, D12, E41.

No. 244 – IMF-Supported Programs: Stimulating Capital to Solvent Countries

Koen van der Veer en Eelke de Jong

Sovereign default is the switching state between successful and unsuccessful Fund catalysis. We find the IMF to be effective in mobilising private capital flows to middle-income countries that participate in a Fund program, but do not restructure their debt. A debt restructuring is a clear signal of very weak economic fundamentals, deterring creditors from resuming lending, even when the IMF intervenes. As long as default is avoided, IMF programs help a country signal its willingness to reform and repay debts, thereby catalysing private capital. This signalling role appears to be more important for Fund catalysis, than the size of IMF lending.

Keywords: IMF, Sovereign default, Private capital flows, Catalytic effect.

JEL Classification: F32, F33, F34.

No. 243 – Toward a Uniform Functional Model of Payment and Securities Settlement Systems

Ron Berndsen

The aim of this paper is to provide a uniform representation of functional concepts used in the field of payment and securities settlement systems. The framework developed here is encompassing the whole field while using as few elements as possible. It provides a basic functional model for analyzing and tracing the life cycle of the financial legs of a transaction. In line with the network properties of the field the model is based on formal graphs. The visualization of these graphs can be considered as a symbolic language. It is shown on the basis of a number of examples that the framework is capable of representing basic notions of payment and securities settlement systems.

Keywords: payment systems, securities settlement systems, settlement risk exposure, functional graph modeling, instruction life cycle, financial market infrastructures.

JEL Classification: E42, G10, G20.

**No. 242 – Momentum or Contrarian Investment
Strategies: Evidence from Dutch institutional
investors**

Leo de Haan and Jan Kakes

This paper analyses investment strategies of three types of institutional investors – pension funds, life insurers and non-life insurers – over the period 1999-2005. We use balance sheet and cash flow data, including purchases and sales of equity, fixed income and real estate. We trace asset reallocations back to both active trading and revaluations and link investment decisions to firm-specific characteristics and macroeconomic variables. Overall, our results indicate that all three investor types tend to be contrarian traders, i.e. they buy past losers and sell past winners. Especially pension funds showed this behaviour in the most turbulent part of the sample – the crash of 2002 and early 2003 – implying that these institutions have a stabilising impact on financial markets when this is needed most. Life insurers tend to be contrarian traders when they have a high proportion of unit-linked policies, while non-life insurers are contrarian when they have a more risky business model.

Keywords: Asset allocation, Investment strategy, Insurance companies, Pension funds.

JEL Classification: G11, G12, G22.

Occasional Studies verschijnen sinds 2003. Het doel van deze publicatie is inzicht te verschaffen in beleidsmatige en analytische vraagstukken op voor dnb relevante gebieden. De *Occasional Studies* verschijnen in de Nederlandse of in de Engelse taal. Een overzicht van de *Occasional Studies* kan worden gevonden op de website van de Nederlandsche Bank, www.dnb.nl. In 2010 zijn onderstaande publicaties in de reeks *Occasional Studies* verschenen waarvan hieronder een samenvatting volgt.

No. 1 (2010) - The performance of EU foreign trade: a sector analysis

Piet Buitelaar en Henk van Kerkhoff

In the last decades, countries have become more and more interdependent through trade, production and financial market linkages. Reduction in tariffs, lower cost of transport and the opening-up of formerly closed economies have resulted in an increase in international trade, encouraging a rapid integration of global economies. New players in the world economy, notably China, India, Russia and the Eastern European countries have changed the pattern of global trade considerably. Whereas the shares of the United States and Japan in global exports have been gradually falling between 2000 and 2008, China's share has more than doubled. China's share of almost 9% in world exports in 2008 exceeded that of the United States. The share of the European Union extra exports in world exports has remained more or less constant.

The European Union has been able to maintain its global market position. Obviously, the sectoral specialisation of the European Union meets the composition of international demand. This brings us to the subject of this study: an analysis of EU foreign trade. The first topic regards the performance of EU exports in relation to global exports. As an open economy, the EU may benefit from the growing volume of global economic activity. Whether this is realised depends, as a matter of fact, on its competitive position and the extent to which the composition of the exports package matches the composition of global demand. Second, the competitive position of the EU on its own 'domestic' market is examined, implying an analysis of EU imports.

As a methodology, the so-called 'Constant-Market Share analysis' (CMS analysis) is chosen. Given the objectives mentioned above and the data available,

this methodology is applied to the external exports and imports of goods of the EU-15 as a whole, over the period 1999-2006. The year 1999 was chosen as a starting year, because in this year the euro was introduced, which may have been a stimulus for the exports of the countries which have joined the Economic and Monetary Union (EMU). As many data for 2007 are lacking, the sample runs to 2006, thereby excluding the financial crisis. In 1999, the European Union included 15 countries. For that reason, the analysis was carried out for the EU-15.

The results of the CMS analysis can be summarized as follows. Generally speaking, the European Union has been able to maintain its market position fairly well. Exports of EU-15 have greatly reaped the fruits of the growth of world trade and have capitalised fully on globalisation. The composition of the export package of the EU-15 is oriented towards chemicals, machinery and transport equipment: the 'old economy'. With this product composition, exports are relatively well geared towards the demand of the new eu member states and to the non-EU European countries. Because of this, the EU-15 even has been able to slightly raise its share in global exports. By contrast, the product composition of EU-15 exports is less tailored to demand from East Asia, especially regarding electronics. Here EU-15 exports are underperforming. As to competitiveness, the EU-15 has lost some export market share in various sectors, such as electronics, transport and textiles, in non-EU Europe and East Asia. The results of the CMS analysis regarding imports indicate that on its own EU-15 market, competition from China, non-EU Europe and the new eu member states has intensified. China has achieved rising market shares in all sectors. This shows the strong position of China as a supplier of cheap products to European markets.

The remainder of this study is set out as follows. Section 2 offers some quantitative information on the product composition of exports and imports of the EU-15. Section 3 outlines the methodology of the CMS analysis of exports. Section 4 presents the findings on exports, followed by a discussion on the strengths and weaknesses of the composition of EU-15 exports. Section 5 discusses the methodology of the CMS analysis on imports. Section 6 shows the results of this analysis on imports. Finally, section 7 presents the conclusions.

**No. 2 (2010) - Reinsurers as Financial Intermediaries
in the Market for Catastrophic Risk**

John Lewis

In a world of perfect markets, primary insurers could hedge catastrophic risks using financial instruments. In practice however, most primary insurers deal with catastrophic risk by the use of a financial intermediary—a reinsurer. This paper uses insights gained from the institutional economics literature on the existence of banks, to motivate the existence of reinsurers as financial intermediaries. Reinsurers can be motivated by the information acquired by the act of reinsuring, by their role as an efficient form of delegated monitoring, their ability to bear basis risk and to provide liquidity in the aftermath of a catastrophe.