

IO

De Nederlandsche Bank

Overzicht Financiële

Stabiliteit in Nederland

Mei 2010, nr. 11



De Nederlandsche Bank

Overzicht Financiële

Stabiliteit in Nederland

© 2010 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 525

Dit document is samengesteld op basis van informatie beschikbaar t/m 20 mei 2010.

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
Internet: www.dnb.nl.

Inhoud

Samenvatting en conclusie 4

- 1 **Ontwikkelingen in de internationale omgeving 6**
 Box 1 Overheidsschuld in het Eurogebied 13
- 2 **Nederlandse reële economie 16**
- 3 **Nederlandse financiële ondernemingen 20**
 Box 2 De samenhang tussen indicatoren van de kwaliteit van leningen 21
 Box 3 Grote verschuivingen in Europese bankensector 27
- 4 **Institutionele ontwikkelingen en infrastructuur 29**

Samenvatting en conclusie

Overheidsfinanciën nieuwe bron van onrust

De risico's voor financiële stabiliteit zijn de afgelopen maanden in snel tempo van aard veranderd. Het algemeen marktherstel tijdens de tweede helft van 2009 wordt dit voorjaar doorkruist door zorgen over de beheersbaarheid van overheidsfinanciën. In eerste instantie zorgt met name de situatie van Griekenland voor onrust bij marktparticipanten. Het negatieve sentiment op de markten breidt zich dit voorjaar echter als een olievlek uit richting andere landen in de periferie van de Eurozone. Ook de financiële sector wordt door de onrust getroffen. Wanneer deze dynamiek het algemeen marktvertrouwen sterk dreigt aan te tasten, kondigen Europese overheden, het IMF en de ECB begin mei vergaande maatregelen aan ter bescherming van financiële stabiliteit. Dankzij deze noodzakelijke maatregelen wordt de rust op de markten teruggebracht. Wel blijft het cruciaal dat overheden noodzakelijke en geloofwaardige hervormingen doorvoeren om de overheidsfinanciën in het gareel te brengen. Hiermee wordt een belangrijk obstakel voor herstel van financiële stabiliteit en de economie weggenomen.

De toename van de schulden van overheden heeft ook gevolgen voor de private sector. Mede door de verslechterde overheidsfinanciën neemt de totale financieringsbehoefte van overheden de komende jaren een hoge vlucht. Dit kan de toegang tot financiering voor niet-financiële bedrijven bemoeilijken. Sinds de publicatie van het vorige Overzicht Financiële Stabiliteit worden de nationale steunmaatregelen voor de financiële sector geleidelijk uitgefaseerd. De tijdelijk verruimde liquiditeitsoperaties van de ECB worden voorlopig wel voortgezet, mede als gevolg van de recente onrust over Griekenland en de Europese periferie. Daarnaast is de ECB een opkoopprogramma voor (overheids)obligaties gestart. Ondanks de continuering van de tijdelijke liquiditeitsfaciliteiten is het van belang dat banken zo snel mogelijk weer in staat zijn om zich te financieren via private markten. Daarvoor dient de solvabiliteit en liquiditeit van financiële instellingen op voldoende niveau te zijn. Mede met het oog hierop voert DNB regelmatig een macro-stresstest uit onder Nederlandse financiële instellingen.

Kans op economische terugval blijft aanwezig

Ten opzichte van de crisissituatie eind 2008 heeft in de Nederlandse financiële sector enig herstel plaatsgevonden. Desalniettemin laat de recente terugval in financiële markten zien dat markten nog altijd heftig reageren op potentiële problemen. De situatie in financiële markten is dan ook nog altijd kwetsbaar. Ook een double-dip scenario waarin de economische omstandigheden wederom verslechteren is nog steeds niet uit te sluiten, hoewel de recente economische ontwikkelingen overwegend positief van aard zijn. In de bankensector zou als gevolg hiervan het kredietrisico weer toenemen. Wanneer een dergelijke teruggang zou plaatsvinden in combinatie met een verdere verslechtering van de huizenmarkt, staat de bankensector bloot aan aanzienlijke potentiële verliezen. De bankensector is daarnaast kwetsbaar voor een plotselinge verandering van de rente, aangezien hierdoor een belangrijke bron van inkomsten – de rentebaten – onder druk kan komen te staan. De pensioen- en verzekeringssector staan beide nog steeds voor uitdagingen. De verzekeringssector ziet de verkoop van nieuwe levensverzekeringsspolissen sterk teruglopen. In de pensioensector staat de toekomstbestendigheid van het stelsel als gevolg van diverse factoren ernstig onder druk. De nu voorliggende kans om het stelsel te hervormen mag dan ook niet worden gemist.

Voor versterking van het internationale financiële stelsel worden momenteel diverse initiatieven ontplooid. Voor DNB staat de noodzaak voorop om, conform de door het Bazels Comité ontwikkelde voorstellen, kapitaal- en liquiditeitseisen voor de bancaire sector te verhogen, teneinde zo de weerbaarheid van het financieel stelsel te verbeteren. Een dreigende overdaad aan potentiële aanvullende maatregelen, mag de aandacht niet van deze prioriteit afleiden.

Aanscherpen kapitaal- en liquiditeitseisen verdient prioriteit

Op het gebied van financiële infrastructuur vinden belangrijke hervormingen plaats, onder andere door de migratie van onderlinge (OTC) derivatenhandel naar centrale tegenpartijen (CCPs). Een dergelijke migratie brengt voordelen met zich mee en dient in principe gestimuleerd te worden; wel kunnen hierdoor tevens nieuwe kwetsbaarheden ontstaan. Het is daarom van belang dat de soliditeit van centrale tegenpartijen goed geborgd wordt.

De vooruitzichten voor financiële stabiliteit zijn, kortom, gemengd en onderhevig aan sterke schommelingen. Met het recente Europese pakket is een bodem gelegd voor voorzichtig herstel op financiële markten. Toch blijven zorgen bestaan over de toenemende staatsschulden en forse overheidstekorten. Vooral in combinatie met de beperkte marktliquiditeit. Daarbij is het voor het stabiliseren van de situatie van belang dat Europa daadkrachtig en eensgezind optreedt bij de implementatie van steunmaatregelen en aanstuurt op structurele verbetering van de overheidsfinanciën van individuele lidstaten. Mocht dit onvoldoende gebeuren dan kan opnieuw een instabiele situatie ontstaan. Een terugval van de economie waardoor kredietverliezen toenemen of schoksgewijze aanpassingen in de rentetermijnstructuur zijn risico's voor de financiële stabiliteit die nog steeds aanwezig zijn. Autoriteiten staan hierbij voor de taak om alert te reageren op nieuwe ontwikkelingen, die zich in snel tempo kunnen voordoen.

Tegen deze achtergrond is het essentieel dat noodzakelijke hervormingen van de overheidsfinanciën, kapitaal- en liquiditeitseisen voor banken, en het Nederlandse pensioenstelsel doorgang vinden. Het achterwege laten van dergelijke aanpassingen legt de kiem voor een volgende crisis. Het is daarom van groot belang dat de hervormingsmaatregelen in alle gevallen snel genomen worden, zeker omdat prudente introductie van hervormingen in sommige gevallen vraagt om een lange overgangstermijn.

Doorvoeren structurele hervormingen van groot belang

I Ontwikkelingen in de internationale omgeving

Het afgelopen jaar is de mondiale economie geleidelijk op gang gekomen. Met het recente herstel in de wereldhandel neemt in veel landen de industriële productie weer toe. Ook de aandelenmarkten leven op. Recent materialiseren echter risico's van andere aard. Zorgen over overheidsfinanciën domineren de financiële markten. In het geval van Griekenland valt het marktvertrouwen zelfs geheel weg. Wanneer dit negatieve sentiment dreigt over te slaan naar andere landen, treffen Eurolanden en de ECB vergaande maatregelen.

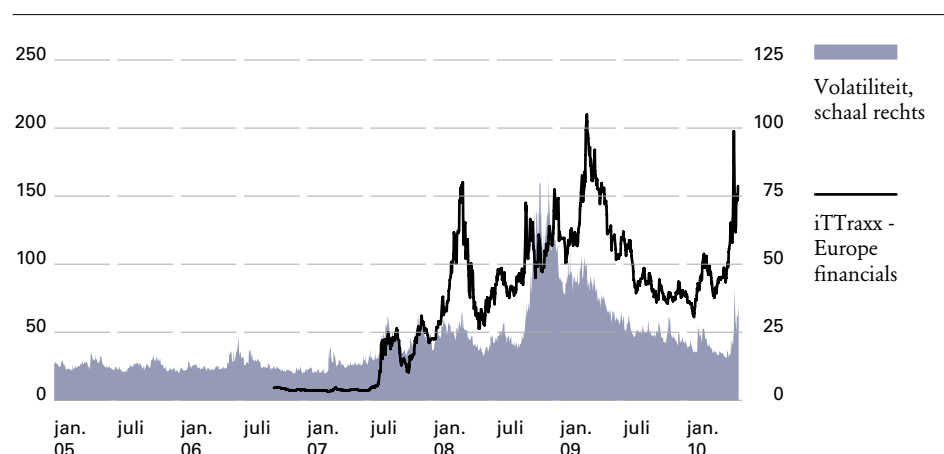
Verschuivende risico's op financiële markten

Financiële markten herstellen na dieptepunt...

Na het dieptepunt in maart 2009 maken financiële markten tot begin 2010 een langdurige periode van herstel door. In deze periode dalen risicopremies op obligaties, stijgen aandelenkoersen en loopt de volatiliteit in de financiële markten terug (grafiek 1). Ook worden de kapitaalmarkten weer toegankelijker voor sommige financiële instellingen. Sinds de introductie van het Covered Bond Purchase Programme (CBPP) van de ECB toont de Europese markt voor gedekte obligaties enig herstel. Hoewel de Europese markt voor externe securitisaties vooralsnog grotendeels gesloten is gebleven, komt ook deze markt recentelijk weer enigszins op gang (grafiek 2).

Grafiek 1 Volatiliteit en risicopremies

In basispunten



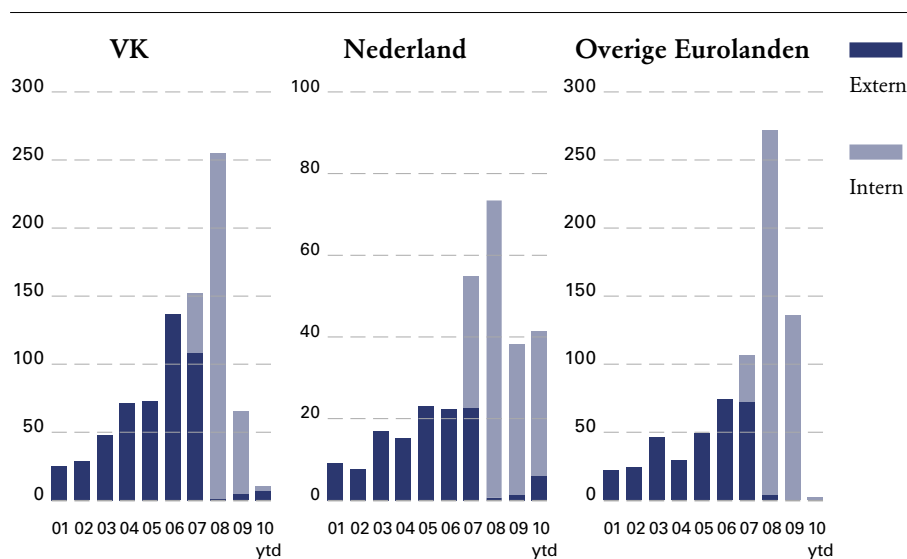
Toelichting: volatiliteit betreft de SPX volatility VIX index.
Bron: Datastream en Markit.

... maar nieuwe onrust door problematiek Griekenland.

Vanaf eind 2009 wordt echter steeds duidelijker zichtbaar dat de financiële crisis diepe sporen heeft achtergelaten in de financiën van overheden. Voor het eerst blijkt dit concreet wanneer het grootste staatsbedrijf van Dubai een algehele betalingsstop afkondigt. De hierdoor veroorzaakte marktturbulentie wordt echter al snel overschaduwd door de problemen rondom de staatschuld van Griekenland. Eind 2009 wordt door de Griekse autoriteiten bekend gemaakt dat het begrotingstekort

Grafiek 2 Uitgifte van de RMBS

In EUR miljard

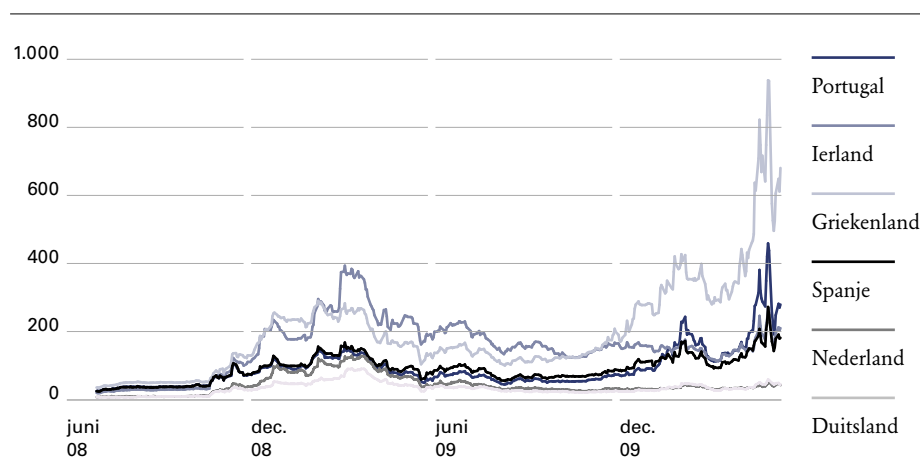


Toelichting: Overige Eurolanden betreffen: Italië, Spanje, België, Griekenland, Ierland, Portugal, Frankrijk en Finland. Intern betekent interne securitisaties aangehouden op de balans van de bank als onderpand en extern betekent bij een externe partij geplaatste securitisaties. Ytd 10 is tot en met kwartaal I.
Bron: DB Global Markets Research.

fors hoger is dan de officiële raming van een half jaar eerder. Deze revisie vergroot de twijfels over de houdbaarheid van de overheidsschuld en brengt de geloofwaardigheid en reputatie van de Griekse overheid ernstige schade toe. Kredietbeoordelaars zien dit als aanleiding om de rating van Griekenland te verlagen, en de herfinancieringsrente voor de hoge staatsschuld loopt zo sterk op dat de overheidsfinanciën op korte termijn onhoudbaar dreigen te worden (grafiek 3). De oplopende rente betekent daarnaast aanzienlijke waardeverliezen voor financiële instellingen die Grieks staatspapier bezitten. Wanneer het marktvertrouwen in de Griekse overheid in snel tempo terugloopt, springen het IMF en de Eurolanden in met een steunpakket van EUR 110 miljard. Hierbij beschouwt DNB de betrokkenheid van het IMF als positief. Deze instelling beschikt over sterke expertise om te borgen dat een dergelijk steunpakket gepaard gaat met de nodige economische aanpassingen.

Grafiek 3 Vijfjaars sovereign CDS-spreads

In basispunten



Bron: Datastream.

*Eurolanden, ECB en IMF
intervenieren grootschalig*

Het negatieve marktsentiment rond Griekenland heeft op dat moment al geleid tot een breder verslechterd sentiment op financiële markten. Ook de risicopremies van andere Europese landen met onevenwichtige overheidsfinanciën, zoals Portugal en Spanje, lopen op. Financiële instellingen met uitzettingen op deze landen krijgen te maken met volatiele beurskoersen en een wegvallend onderling vertrouwen op de interbancaire geldmarkt. Om potentiële gevaren voor de financiële stabiliteit in te dammen treffen Eurolanden en ECB vergaande maatregelen. Zo wordt een Europees steunmechanisme opgericht van in totaal EUR 500 miljard voor landen die in de problemen komen. Hiervan is EUR 60 miljard direct beschikbaar via de Europese Commissie. De effectiviteit van het steunpakket wordt verder vergroot door de bijdrage van het IMF. Zij zal bij elke reddingsoperatie waarschijnlijk de helft van de door Europa verstrekte financiering bijdragen. Daarnaast zal het IMF – net als bij het steunpakket voor Griekenland – ook nauw betrokken zijn bij de onderhandelingen over het aanpassingsprogramma in het betreffende land. Gelijktijdig met de bekendmaking van het steunpakket heeft de ECB besloten om de komende periode additionele liquiditeit te verschaffen aan het bankwezen. Ook zal zij interveniëren in de Europese obligatiemarkten om liquiditeit te bevorderen waar nodig. Doel van dit programma is om het functioneren van deze markten te verbeteren en daarmee de effectiviteit van het monetair transmissiemechanisme zeker te stellen.

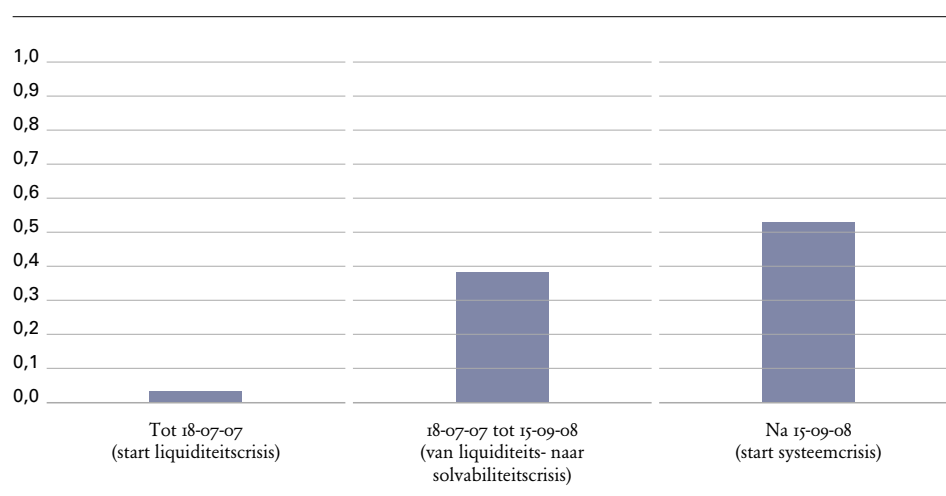
*Fiscale consolidatie
belangrijk*

Op het moment dat dit OFS wordt afgesloten wijzen de meeste indicatoren erop dat het steunpakket heeft geholpen de onrust op de markten te temperen. Om de stabiliteit van het financieel systeem te borgen, is het evenwel essentieel dat het onderliggende probleem voortvarend wordt aangepakt. Overheden met onevenwichtige overheidsfinanciën dienen daartoe op geloofwaardige wijze hun begroting voor de lange termijn op orde te brengen en hun concurrentiepositie te verbeteren. Tevens moet het Europese institutionele kader worden versterkt om herhaling van de huidige problematiek te voorkomen.

Sinds het uitbreken van de kredietcrisis bepalen financiële markten in toenemende mate de kredietwaardigheid van grote banken op basis van de kredietwaardigheid van de landen waar deze banken gevestigd zijn. Dit blijkt uit de toegenomen samenhang van koersbewegingen van kredietverzekeringen – Credit Default Swaps – van deze overheden en banken (grafiek 4). Marktpartijen kennen sinds de crisis meer gewicht toe aan de mogelijkheid van overheidsinterventies. In de meeste gevallen

Grafiek 4 Correlatie sovereign CDS-spreads en banken CDS-spreads

Correlatie

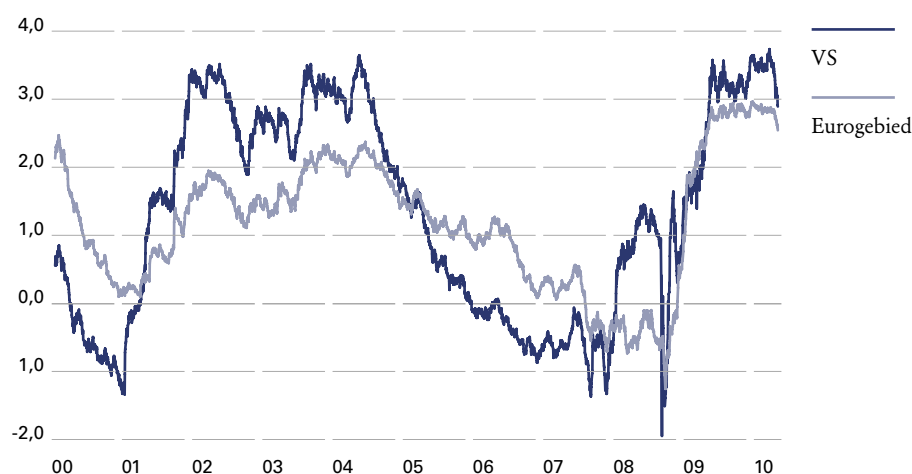


Toelichting: Betreft correlatie tussen sovereign CDS-spreads en CDS-spreads van één of twee nationale grootbanken die zijn gemiddeld over de genoemde periode. Voor de periode voor 18 juli 2007 is het gemiddelde genomen over de beschikbare cijfers die van land tot land verschillen.

Bron: Bloomberg, Datastream en eigen berekeningen.

Grafiek 5 Rentetermijnstructuur VS en Europa

In procentpunten, 10-jaars minus driemaands - rente



Bron: Datastream.

biedt overheidssteun ook bescherming voor professionele crediteuren. Een afwaardering van de kredietwaardigheid van een overheid heeft daarmee ook indirecte gevolgen voor het vertrouwen in het bankwezen in het desbetreffende land.

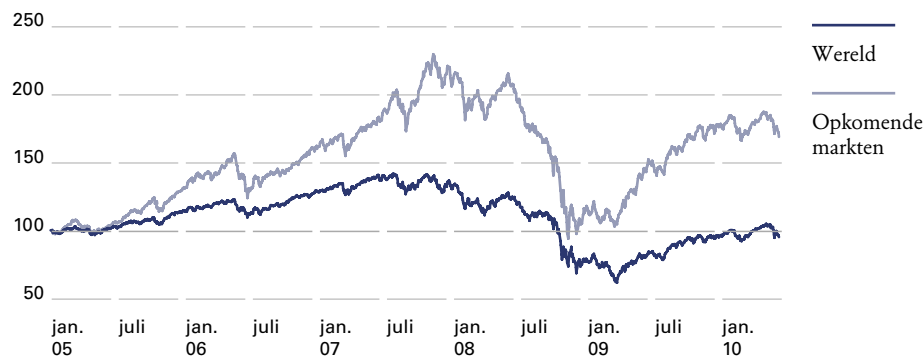
Ruim monetair beleid brengt risico's met zich mee

Centrale banken wereldwijd hebben tijdens de crisis beleidsrentes fors omlaag gebracht en tegen ruime voorwaarden liquiditeit verschaft aan het bankwezen om de stabiliteit van het financiële systeem en daarmee de monetaire transmissie te ondersteunen. In het Eurogebied heeft de ECB dit onder meer gedaan in de vorm van EUR 634 miljard aan 12-maands financiering. Door deze maatregelen is het verschil tussen de korte en de lange rente fors toegenomen (grafiek 5). Banken zijn hierdoor in staat hun rentemarge te vergroten en zo hun financiële weerbaarheid te verbeteren. Toch brengt het huidige renteniveau en de ruime liquiditeit ook risico's met zich mee. Zo blijft het gevaar bestaan dat het ruime monetaire beleid de basis legt voor nieuwe zeepbellen in financiële activa.

Lage rente heeft financiële systeem ondersteund...

Grafiek 6 Beurskoersen

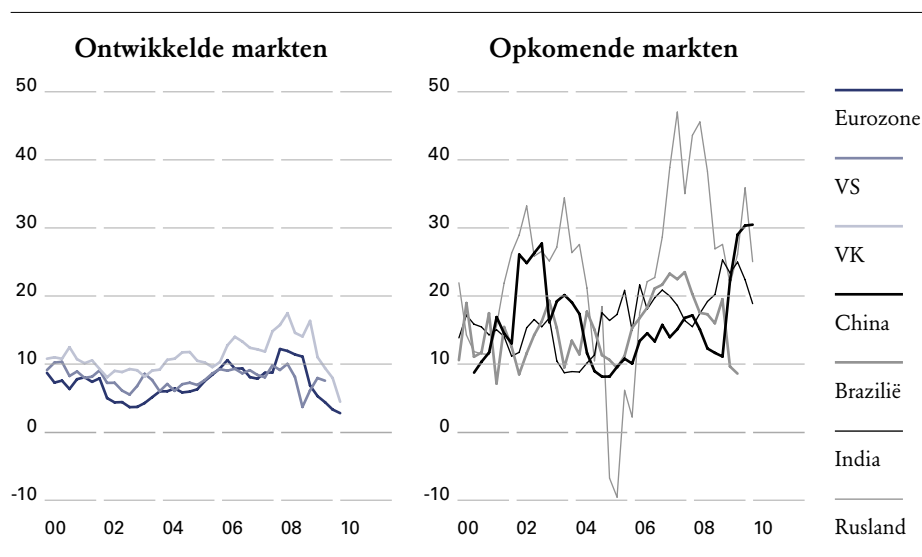
Index: 31 dec. 2004 = 100



Toelichting: MSCI World en MSCI Emerging Markets.
Bron: Datastream.

Grafiek 7 Binnenlandse kredietverlening

Jaar-op-jaar mutaties per kwartaal, in procenten



Toelichting: binnenlandse kredietverlening aan niet-monetaire financiële instellingen, private sector en netto kredietverlening aan de overheid.

Bron: Datastream - IMF Banking survey.

*... maar kan de basis leggen
voor nieuwe zeepbellen*

Zo'n situatie kan bijvoorbeeld ontstaan bij beleggingen vanuit Europa en de VS in opkomende markten. Grafiek 6 laat zien dat de aandelenkoersen wereldwijd sinds het dieptepunt in maart 2009 sterk zijn gestegen, naar een niveau vergelijkbaar met begin 2005. Aandelen van bedrijven in opkomende markten zijn nog sterker hersteld en alweer bijna terug op het niveau van voor de crisis. Ook prijzen van vastgoed in een aantal opkomende markten laten het afgelopen jaar een sterke stijging zien, die samenhangt met een aanzienlijke groei van de kredietverlening (grafiek 7). Ook de prijzen van enkele grondstoffen lieten begin 2009 een forse stijging zien. Door de recente onrust op de financiële markten zijn de prijzen van veel activa weer gedaald.

Naast het risico op nieuwe zeepbellen kunnen tijdelijke liquiditeitsmaatregelen de prikkels voor banken om private financiering aan te trekken beperken. Door de lage geldmarktrente is het bovendien aantrekkelijk om geld aan te trekken met een korte looptijd, waardoor liquiditeitsrisico's toenemen (zie ook hoofdstuk 3). Het is dan ook onvermijdelijk dat centrale banken op termijn overgaan tot normale monetaire verhoudingen en een stijging van de beleidsrentes. Vooralsnog blijven echter accommoderende maatregelen nodig om het financieel systeem te stabiliseren.

Uitfasering tijdelijke crisismaatregelen

*Geleidelijke terugtrekking
van steunmaatregelen*

Naar aanleiding van het herstel op financiële markten vanaf maart 2009 zijn autoriteiten begonnen met de terugtrekking van steunmaatregelen voor de financiële sector. Zo zijn per januari 2010 de premies van de Nederlandse garantieregeling voor bankschulden verhoogd. DNB is voorstander van een dergelijke geleidelijke terugtrekking van steunmaatregelen, waarbij het gebruik wordt ontmoedigd maar het vangnet nog enige tijd intact wordt gelaten. Sinds het begin van het jaar is door geen enkele Nederlandse instelling meer een beroep op de regeling gedaan. Door drie Nederlandse financiële instellingen is inmiddels een gedeelte van de verstrekte overheidssteun terugbetaald.

De tijdelijke maatregelen van de monetaire autoriteiten in het Eurogebied worden ook aangepast aan de veranderende situatie in financiële markten. Vanaf begin 2010

is de frequentie en de looptijd van de liquiditeitsoperaties teruggebracht, waardoor banken een prikkel kregen om weer een groter beroep te doen op private financieringsmarkten. In mei 2010 is echter opnieuw sprake van uitzonderlijke marktomstandigheden. Door de grote volatiliteit op de Europese staatsobligatiemarkt en opnieuw oplopende risico-opslagen in de interbancaire markt dreigde de monetaire transmissie te worden belemmerd. De ECB werkt daarom voor financiering met een looptijd van 3 maanden voorlopig weer met volledige toewijzing aan alle banken tegen een vaste rente. Ook heeft de ECB in mei financiering aan banken verstrekt met een looptijd van 6 maanden. Daarnaast heeft de ECB een nieuw programma opgezet om te interveniëren in disfunctionele deelmarkten voor schuld papier, bijvoorbeeld voor bepaalde overheidsobligaties. Het programma is bedoeld om tekortkomingen in deze markten te verhelpen, waarbij de verstrekte liquiditeit weer wordt geabsorbeerd en het programma dus niet inflatoir is. Tenslotte heeft de ECB weer een tijdelijke swap faciliteit geopend, waarbij liquiditeit in dollars wordt verstrekt tegen onderpand in euro's. De uitfasering van tijdelijke maatregelen, wanneer de omstandigheden dit toelaten, zal geleidelijk verlopen om schokken zoveel mogelijk te vermijden. Wel bestaat er een risico dat sommige banken ECB liquiditeit met een langere looptijd korter gaan herfinancieren, waardoor liquiditeitsrisico's toenemen.

De uitgangspunten van het monetaire beleid van de ECB blijven ongewijzigd. Op termijn zal de ECB de zeer ruime monetaire verhoudingen, die kunnen leiden tot inflatie en financiële instabiliteit, willen normaliseren. Momenteel is de inflatie in het eurogebied zeer gematigd. Niettemin zijn de inflatievooruitzichten met grote onzekerheden omgeven. Aan de ene kant kan een langdurige periode van lage inflatie of zelfs deflatie niet worden uitgesloten, met name bij een traag economisch herstel en doorgaande deleveraging van schulden. Aan de andere kant kunnen de buitengewoon lage rentevoeten en ruime liquiditeitverhoudingen op enig moment leiden tot sterk oplopende inflatieverwachtingen. Onderzoek van DNB laat zien dat inflatieverwachtingen van financiële partijen sinds de crisis sterker reageren op economisch nieuws.¹ Dit komt tot uiting in de prijsontwikkeling van inflatie-geïndexeerde obligaties en inflation swaps, financiële instrumenten waarvan de waarde afhankelijk is van de inflatie. Ook de grote overheidstekorten brengen risico's met zich mee voor prijsstabiliteit. Dit geldt met name als de tekorten als hardnekkig worden gezien en de onafhankelijkheid van centrale banken in twijfel wordt getrokken.

*Ontwikkeling prijsniveau
zeer onzeker*

Grote financieringsbehoefte in verschillende sectoren

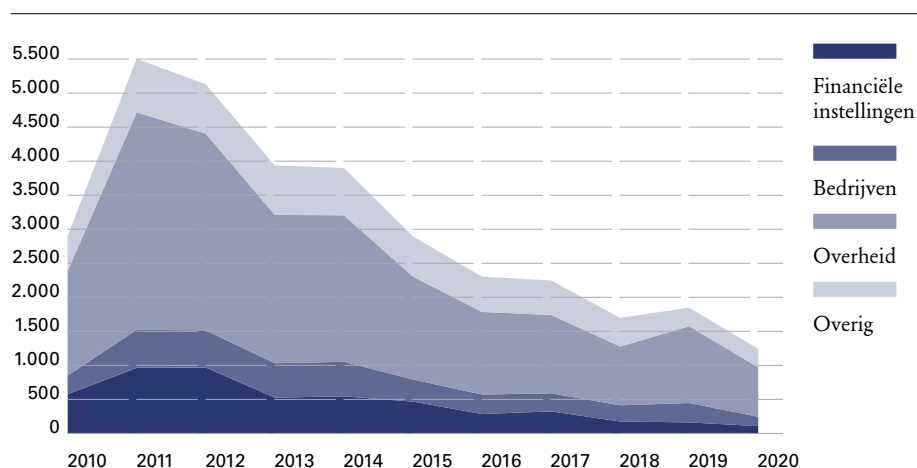
De komende jaren hebben financiële instellingen, overheden en bedrijven gezamenlijk een zeer grote financieringsbehoefte. Tot eind 2010 vervalt wereldwijd meer dan € 5.000 miljard aan schuld papier van onder andere overheden, financiële instellingen en bedrijven (grafiek 8). Een groot gedeelte van deze schuld zal op de markt geherfinancierd moeten worden. Daarnaast geven overheden van ontwikkelde economieën als gevolg van de hoge begrotingstekorten de komende jaren grootschalig nieuw schuld papier uit. Dit komt nog bovenop de herfinanciering van bestaande schulden in de grafiek. Een groot deel van de verslechtering van overheidsfinanciën is direct te herleiden tot lagere belastinginkomsten, hogere sociale uitgaven en stimuleringsmaatregelen als gevolg van de financiële crisis. Hiermee is aan het licht gekomen dat veel overheden voor de crisis al een kwetsbare financiële positie hadden. Ook banken hebben de komende tijd een groter dan normale behoefte aan herfinanciering, aangezien zij tijdens de crisis schuld papier hebben uitgegeven met een kortere looptijd. Als de economie verder aantrekt, ontstaat bovendien een groeiende behoefte aan financiering van bedrijfsactiviteiten.

Grote financierings-behoefte

¹ G. Galati, S. Poelhekke en C. Zhou, "Did the crisis affect inflation expectations?", DNB Working Paper No. 222, september 2009. (http://www.dnb.nl/binaries/Working_paper_222_tcm46-222709.pdf)

Grafiek 8 Aflopende obligatieleningen per sector - wereldwijd

In EUR miljard



Toelichting: Op de horizontale as staat het jaar waarin de obligatieleningen aflopen, cijfers gebaseerd op originele looptijden. Betreft stand op 20 mei 2010.

Mogelijke verdringing van private investeringen

Door de grote totale financieringsbehoefte kunnen knelpunten ontstaan bij kredietverlening en in kapitaalmarkten. De fors gestegen overheidstekorten leiden daarmee niet alleen tot zorgen over de houdbaarheid van overheidsschulden, maar kunnen ook private investeringen verdringen en zo de groei van de private sector in de weg staan. Dit kan gebeuren doordat banken meer in overheidspapier gaan beleggen ten koste van nieuwe kredieten aan het bedrijfsleven. Daarnaast kan verdringing plaatsvinden op kapitaalmarkten, omdat hogere risicopremies op staatspapier doorwerken in de bedrijfsobligatiemarkt. Er zijn bijvoorbeeld signalen dat sommige marktpartijen hun beleggingen in staatsobligaties uitbreiden ten koste van bedrijfsobligaties. Anderzijds kan bij economisch herstel en normalisatie van markten verdringing plaatsvinden omdat beleggers zich in dergelijke omstandigheden meer richten op andere effecten dan obligaties. In de VS zijn banken vanwege de verwachte aanscherping van liquiditeitsregelgeving voorlopig belangrijke kopers van staatsobligaties, maar zien sommige marktpartijen toch een tekortschietende absorptiecapaciteit, vooral voor staatsobligaties met lange looptijden. Dit leidt tot opwaartse druk op de lange rente. In Europa en Japan is dit effect vooralsnog minder zichtbaar.

Fragiel herstel reële economie

De financiële crisis heeft zich het afgelopen jaar verplaatst naar de reële sfeer. In veel landen is de werkloosheid fors opgelopen; voor het Eurogebied lopen de cijfers uiteen van 6,1% in Nederland tot 19% in Spanje. Verder neemt het aantal faillissementen van bedrijven toe en zijn de prijzen van onroerend goed in veel landen (soms fors) gedaald. Deze ontwikkelingen vinden hun weerslag op de leningenportefeuille van financiële instellingen. Zo nam het afgelopen jaar bij banken het aantal leningen met een betalingsachterstand toe, waardoor zij meer voorzieningen moesten treffen.

Daarbij worden sommige sectoren harder geraakt dan andere. Een sector die het in veel landen nog steeds zwaar te verduren heeft is de commerciële onroerendgoedmarkt. Door een dalende vraag naar kantoor- en winkelruimte stijgt de leegstand. Hierdoor zijn de prijzen van commercieel onroerend goed gedaald. Daarnaast moeten de komende jaren veel leningen voor commercieel vastgoed worden gefinancierd wat problemen kan opleveren indien marktpartijen niet in staat zijn de benodigde financiering te krijgen. De toekomstige ontwikkelingen in deze en

andere markten hangt sterk samen met de ontwikkeling van de economie. Het recent ingezette economische herstel is nog fragiel. Wanneer de economie een terugval kent (bijvoorbeeld door oplopende marktrente) komen markten opnieuw onder druk te staan, en neemt het kredietrisico voor banken fors toe.

Voor DNB is het van belang om doorlopend goed inzicht te hebben in de weerbaarheid van Nederlandse instellingen bij nieuwe schokken in financiële markten of economie. Een van de instrumenten die hiertoe wordt ingezet is de macro-stresstest, waarbij aan financiële instellingen wordt gevraagd om de impact van een uniform scenario op de balans en de solvabiliteit te berekenen. De resultaten van de macro-stresstest worden vervolgens gebruikt in het lopend toezicht op de financiële instellingen.

Veranderingen in regelgeving

De macroeconomische ontwikkeling zal de komende jaren mede worden bepaald door maatregelen die het financiële stelsel versterken. Zo heeft het Bazels Comité voor het Banktoezicht (BCBS) afgelopen december een aantal voorstellen naar buiten gebracht die zijn gericht op het verhogen van de kapitaal- en liquiditeitsbuffers van banken. Hierdoor wordt het weerstandvermogen van banken wereldwijd vergroot, wat belangrijk is voor een duurzaam herstel van de economie. Deze aanpassingen brengen echter ook kosten met zich mee. Zo is het aannemelijk dat banken hierdoor in de toekomst worden geconfronteerd met hogere financieringskosten, die zij voor een deel zullen doorberekenen aan hun klanten in de vorm van bijvoorbeeld een hogere rente op kredieten en een lagere rentevergoeding op deposito's. Deze toenemende kosten zijn overigens niet per se een negatieve ontwikkeling: voor de crisis kwamen de kosten van liquiditeit en de risicokosten voor eigen vermogen niet goed tot uiting in de prijs van financiële producten hetgeen een overmatig gebruik van schuldfinanciering (leverage) met zich meebracht. Veranderingen in regulering, bijvoorbeeld ten aanzien van liquiditeit, zullen ook gevolgen hebben voor de activa die banken aanhouden.

Al met al kan de klassieke looptijdtransformatie – de functie van banken om langlopende leningen te financieren met kortlopende financiering en direct opvraagbaar spaargeld – door banken worden beïnvloed, wat implicaties zal hebben voor de reële economie. Hoe deze effecten op langere termijn uitwerken valt moeilijk te voorspellen en hangt onder meer af van het gedrag van banken, de vraag- en aanbodverhoudingen op de geld- en kapitaalmarkt – bijvoorbeeld het aanbod van nieuwe liquide papier – en de opstelling van andere financiële instellingen die een deel van de looptijdtransformatie zouden kunnen overnemen. Het Bazels Comité onderzoekt momenteel de mogelijke gevolgen van de nieuwe maatregelen, alvorens deze definitief vast te stellen. Om ongewenste macroeconomische effecten op korte termijn te beperken zullen de nieuwe eisen geleidelijk worden ingevoerd.

*Onderzoek naar gevolgen
nieuwe regelgeving*

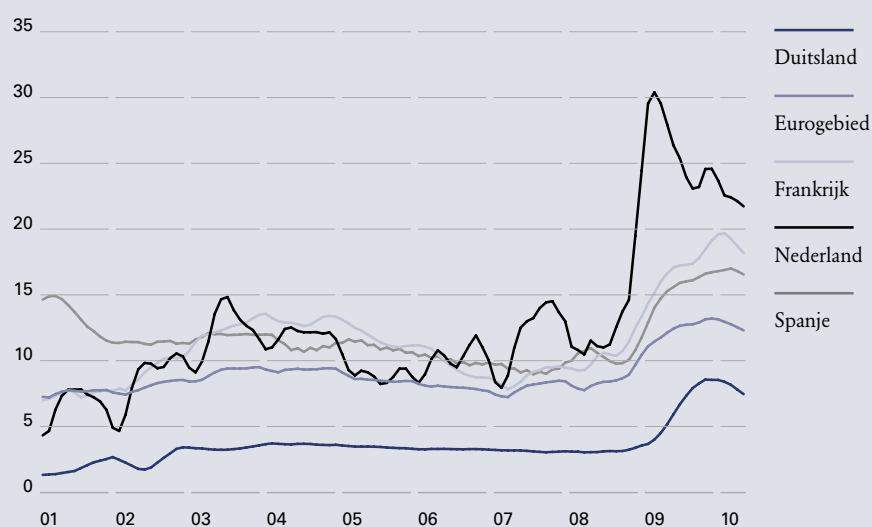
Box 1: Overheidsschuld in het Eurogebied

In de context van de financiële crisis is de begrotingspositie van veel geïndustrialiseerde landen de afgelopen jaren substantieel verslechterd als gevolg van automatische stabilisatoren, stimuleringsuitgaven en steunmaatregelen voor de financiële sector. Waar huishoudens, bedrijven en financiële instellingen hun schuldenlasten afbouwen en verliezen absorberen, stijgt de overheidsschuld

in veel landen sterk: de gemiddelde ratio van publieke schuld tot bbp steeg in OESO-landen van 73% in 2007 naar 90% in 2009. Dit gaat in veel landen – vooral in Nederland – gepaard met een verschuiving naar een kortere looptijd voor de overheidsschuld (grafiek 9). In 2008 verviervoudigde de geldmarktfinanciering door de Nederlandse staat, mede door de korte financiering van onverwachte financieringsbehoeften, zoals voor het redden van financiële instellingen. Financiering aan het korte eind van de yield curve is voordelig, maar daar staan hogere rente- en herfinancieringsrisico's tegenover. De renterisico's worden deels afgedekt door middel van derivaten. Er resteert dan nog wel een hoger herfinancieringsrisico.

Grafiek 9 Kortlopend schuldpapier als fractie van totaal uitstaand overheids-papier

In procenten, voortschrijdend 3-maands gemiddelde



Toelichting: Cijfers zijn gebaseerd op originele looptijden en up-to-date tot en met maart 2010.
Bron: ECB.

Voor landen waarvan de schuld al hoog was en door de crisis snel is gestegen, is het niet meer vanzelfsprekend dat zij het vertrouwen van investeerders hebben. Dit komt tot uiting in negatieve bijstellingen van hun ratings en hogere risicopremies op obligaties. Hierdoor wordt het soms beduidend lastiger om via de reguliere weg aan financieringsbehoeften te voldoen. Binnen het Eurogebied geldt dit vooral voor bepaalde “perifere landen” en dan met name Griekenland.

In geval de toegenomen sovereign risico's zich materialiseren, kunnen deze de Nederlandse financiële sector via zowel directe als indirecte kanalen treffen. Het directe kanaal loopt via de exposures van Nederlandse financiële instellingen op schuld in de betreffende landen. Hogere spreads en negatieve bijstellingen van de ratings kunnen tot verliezen leiden. Een uiteindelijk *sovereign default* van een Euroland zou de kapitaalpositie van Nederlandse financiële instellingen danig kunnen verzwakken.

Gegeven de sterke verwevenheid van landen, instellingen en financiële markten kunnen de *indirecte* effecten van een sovereign default groter zijn dan de directe effecten. Zo hebben instellingen uit de perifere landen onderling exposures op staatspapier uit de betreffende landen. Wanneer de marktperceptie over een land verslechtert, kan de perceptie over andere landen in een overeenkomstige

situatie verslechteren. Dit kan bijvoorbeeld samenhangen met het niveau van overheidsschuld, de geloofwaardigheid van beleid of betrouwbaarheid van de statistieken. Bovendien kan een schok in een land met een grote herfinancieringsbehoefte leiden tot een moeilijkere herfinanciering op de korte termijn voor een ander land met een soortgelijk financieringspatroon en waarover een negatieve marktperceptie bestaat. Nederlandse instellingen zouden in potentie dus zelfs te maken kunnen krijgen met een domino-effect van omvallende landen.

Ook financiële instellingen kunnen moeilijkheden ondervinden bij de herfinanciering van hun schuld bij toegenomen sovereign risk voor een land waaraan zijn in belangrijke mate zijn blootgesteld. Hun financieringskosten kunnen parallel stijgen met die van de betreffende overheden en waardepapieren kunnen bij een rating onder een bepaald niveau bovendien niet langer als onderpand worden gebruikt in private repo. Bij een sovereign default worden verder CDS-contracten – verzekeringen voor een default – geactiveerd, hetgeen een dempend effect op de verliezen voor sommige instellingen kan hebben, maar negatieve gevolgen voor andere. In een scenario waarbij een sovereign default leidt tot grote onzekerheid kunnen de gevolgen voor de financiële sector zeer groot zijn. Via opname van deposito's en het wegvallen van vertrouwen tussen banken onderling, zou dit vergaande gevolgen kunnen hebben voor andere activamarkten, kredietverlening en de reële economie. De overheid is in een dergelijk scenario niet alleen een bron van risico geworden, het risico bestaat zelfs dat de overheid financieel onvoldoende ruimte heeft om bij te springen in geval van problemen bij financiële instellingen.

Concluderend zou een sovereign default van een Euroland door de sterke economische verwevenheid significante risico's met zich meebrengen voor de financiële stabiliteit in Nederland. Dit gaat verder dan alleen een verzwakking van de euro. De financiële integratie in het Eurogebied heeft belangrijke voordelen waar ook Nederland van profiteert, bijvoorbeeld in de efficiënte verspreiding van middelen en risico's en de bevordering van internationale handel. Tegelijkertijd kunnen risico's niet tot het land van herkomst worden beperkt. Het recent gelanceerde steunplan voor overheden in de Eurozone is daardoor niet alleen noodzakelijk voor de overheden in kwestie, maar ook voor de Nederlandse economie. Om dezelfde reden is een geloofwaardige en houdbare oplossing voor de publieke financiën in de verschillende lidstaten in het belang van alle Eurolanden.

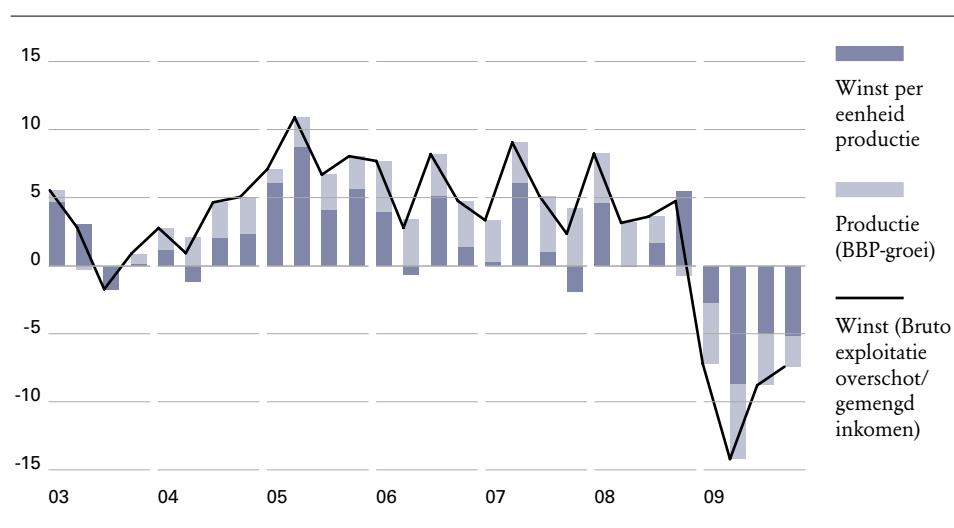
2 Nederlandse reële economie

Bedrijven

Nederlandse bedrijven hebben hun winstgevendheid het afgelopen jaar sterk zien afnemen (grafiek 10). Als gevolg van de crisis is de binnenlandse en buitenlandse vraag naar producten fors gedaald. Aan de vooravond van de crisis was de uitgangspositie van het Nederlandse bedrijfsleven echter relatief gunstig, doordat zij in de jaren daarvoor haar vermogenspositie had verbeterd, onder andere via groei van de aangehouden bedrijfsdeposito's.

Grafiek 10 Winstgroei Nederlands bedrijfsleven

Jaar-op-jaar mutaties, in procenten



Bron: CBS.

*Bedrijfsleven kwetsbaar voor
nieuwe tegenvallers*

Uiteraard is deze vermogensaanwas niet bij alle bedrijven gelijk verlopen, zoals wordt geïllustreerd door het nog altijd grote aantal faillissementen in het Nederlandse bedrijfsleven. Vanaf de tweede helft van 2009 is hier overigens weer een lichte daling zichtbaar. Daarnaast neemt het producentenvertrouwen en ook de industriële productie weer toe, onder meer als gevolg van het aantrekken van de export. Al deze indicatoren wijzen er op dat de omstandigheden voor het bedrijfsleven enigszins verbeteren. Wel blijven veel bedrijven in de huidige omstandigheden kwetsbaar voor nieuwe tegenvallers. Zo kan het voorzichtige herstel onderbroken worden in het geval de economische conjunctuur alsnog verslechtert en de buitenlandse vraag naar goederen wederom wegvalt.

Ook is het bedrijfsleven kwetsbaar voor een terugval in de zakelijke kredietverlening. Tot dusver is de kredietgroei nog steeds positief en is de daling van de kredietgroei vooral te wijten aan vraagfactoren. Toch is niet uit te sluiten dat banken in de toekomst terughoudend zullen zijn met het verstrekken van nieuwe leningen, in het bijzonder aan risicovolle sectoren. De combinatie van nieuwe regelgeving op het gebied van kapitaal en liquiditeit en afschrijvingen op de leningenportefeuille

zullen daarbij waarschijnlijk extra druk creëren op de toekomstige groei van de kredietverlening door het bankwezen. Mogelijk blijft de bancaire kredietgroei over een langere periode laag. Omdat de komende jaren tevens de mogelijkheden tot marktfinanciering onder druk kunnen komen te staan door concurrentie op de obligatiemarkt, is het waarschijnlijk dat de prijs voor het aantrekken van leningen zal stijgen. Naar verwachting zal het effect hiervan van sector tot sector verschillen. Met name ondernemingen die in hoge mate met vreemd vermogen zijn gefinancierd, zien de aantrekkelijkheid van hun bedrijfsmodel verminderen.

Huishoudens

De werkloosheid onder Nederlanders blijft toenemen, tot 6,1% van de beroepsbevolking in maart 2010. Deze toename is gematigder dan eerder in macro-economische voorspellingen was voorzien. Gedeeltelijk komt dit doordat ondernemingen eerst hun contracten met zelfstandigen beëindigen, voordat er ontslagen vallen onder het personeel in loondienst. Ook arbeidstijdverkorting onder personeel – mede gefaciliteerd door de deeltijd-WW – helpt om ontslagen te voorkomen. Tot slot lijken werkgevers vooralsnog terughoudend om werknemers te ontslaan, aangezien ze vrezen dat de krapte op de arbeidsmarkt op termijn terug zal keren. Het CPB becijfert dat door deze factoren tezamen 80.000 tot 150.000 ontslagen zijn voorkomen.²

De inkomenspositie van Nederlandse huishoudens staat onder druk. Mede als gevolg van de oplopende werkloosheid en teruglopend inkomen van zelfstandigen daalde het reëel beschikbaar inkomen over 2009 met 0,2%. De komende twee jaar wordt krimp dan wel trage groei voorzien. Nieuw beleid van de overheid, dat tot doel heeft om het overheidstekort terug te dringen, kan via lastenverzwaring het beschikbaar inkomen verder drukken.

De oplopende werkloosheid en onzekerheid over de toekomstige inkomenssituatie heeft ook gevolgen voor de Nederlandse huizenmarkt. Het afgelopen jaar zijn de huizenprijzen verder gedaald (grafiek 11). Ook neemt het aantal verkochte woningen af, hoewel hier recent een stabilisatie lijkt op te treden. Naast de inkomensonzekerheid speelt ook onzekerheid over de toekomst van de hypotheekrenteaftrek een rol in de negatieve stemming op de huizenmarkt. Bij eventuele aanpassingen van deze regeling is het van belang dat deze op prudente wijze worden vormgegeven, om zo de stabiliteit van de woningmarkt – die essentieel is voor de stabiliteit van het financiële systeem als geheel – te borgen. Dit betekent dat eventuele maatregelen bij voorkeur geleidelijk ingevoerd dienen te worden.

*Nederlandse huizenverkoop
op laag niveau*

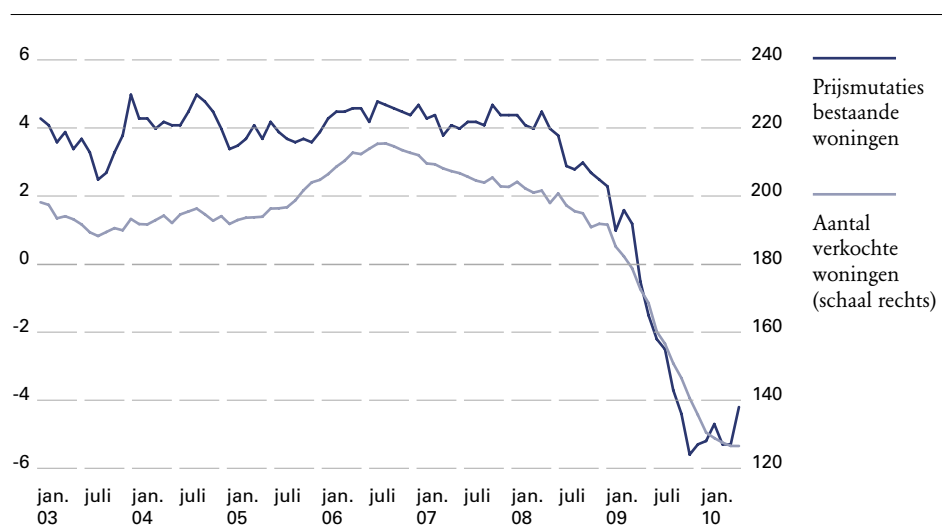
De afgelopen jaren steeg de gemiddelde hypotheeksom die Nederlanders aangaan in verhouding tot de waarde van het bijbehorende huis (grafiek 12). Bij hypotheekleningen die aanzienlijk boven de waarde van het huis liggen, bestaat het risico dat huishoudens bij gedwongen verkoop met een restschuld achterblijven. Voor de financiële instelling die de woning financiert kan een dergelijke situatie ook tot verliezen lijden, wanneer deze restschuld oninbaar blijkt. Hoewel niet gezegd is dat de volledige hypotheeksom direct opgenomen wordt, is de stijging ervan – oplopend tot 118% van de woningwaarde eind 2009 – zorgelijk te noemen. Het terugbrengen van deze verhouding zou de weerbaarheid van huishoudens verbeteren en het risico van kredietverleners reduceren, en zou langs deze beide wegen bijdragen aan de stabiliteit van het financiële systeem in Nederland. Wel worden de risico's voor banken en huishoudens momenteel beperkt doordat het aantal hypotheekleningen dat wordt afgesloten met Nationale Hypotheekgarantie het afgelopen jaar snel is gegroeid, tot 80%

*Sterke stijging hypotheeksom
in verhouding tot koopsom
woning*

² Centraal Economisch Plan 2010, hoofdstuk 5.2, tabel 5.1

Grafiek 11 Huizenmarkt - prijsontwikkeling en verkopen

Jaar-op-jaar procentuele mutatie en 12 mnds voortschrijdende som, x 1.000 (schaal rechts)



Bron: Kadaster Kwartaalbericht.

in het eerste kwartaal van 2010.³ Inmiddels staat deze regeling borg voor € 110mrd aan hypothecaire leningen in Nederland. De overheid staat op haar beurt borg voor uitvoering van de regeling, mocht het waarborgfonds (ter grootte van € 580mln) ontoereikend blijken. Zij neemt hiermee de risico's over van huishoudens en financiële instellingen en staat indirect garant voor een groeiend gedeelte van de Nederlandse hypotheekmarkt. Een zorgwekkende ontwikkeling is daarbij de groei van het aantal NHG-claims van banken dat niet wordt toegewezen. Het kredietrisico komt dan alsnog bij de banken zelf te liggen. Het percentage afwijzingen steeg de afgelopen jaren tot 41% van de claimsom in 2008. In de meeste gevallen is niet-uitkering het gevolg van onjuiste of onvolledige dossiervorming. DNB zet onder toezicht staande instellingen aan tot een snelle verbetering van hun dossiers, ten einde deze onnodige verliezen te voorkomen.

Grafiek 12 Loan-to-value ratio Nederlandse woningaankopen

In procenten



Toelichting: Loan-to-value ratio = gemiddelde hypotheeksom / gemiddelde koopsom (ex k.k.). Het bij de notaris ingeschreven hypotheekbedrag kan hoger kan zijn dan de opgenomen hypotheek, om zo te anticiperen op een verhoging in de toekomst.

Bron: Het Kadaster Kwartaalbericht.

³ Persbericht WEW, april 2010.

Overheidsfinanciën

Net als in veel andere landen is ook in Nederland de staatsschuld door de crisis fors opgelopen (zie ook box 1). Initieel vooral door steunmaatregelen voor de financiële sector, maar afgelopen jaar door het sterk opgelopen begrotingstekort. Dit tekort bedroeg in 2009 5,3% van het BBP, terwijl in 2008 nog een overschot werd gerealiseerd. De sterke stijging van het tekort wordt veroorzaakt door een daling van inkomsten enerzijds en stijging van uitgaven anderzijds. De inkomsten van de overheid daalden in 2009 met EUR 13mrd, als gevolg van de economische teruggang, terwijl de uitgaven van de overheid met EUR 21mrd stegen, grotendeels als gevolg van reeds voor de crisis geplande uitgaven. Ook uitgaven als gevolg van de crisis, zoals het economisch stimuleringspakket, spelen echter een rol.

Sterke toename begrotingstekort

De overheid kiest er daarmee bewust voor om niet te bezuinigen tijdens een periode van economische terugval. Internationale ervaringen uit eerdere crisisperiodes laten zien dat – zolang de schuldhoudbaarheid niet in het geding is – dit een verstandige keuze is, aangezien bezuinigingen de neergang kunnen versterken. De overheid moet het begrotingstekort en de overheidsschuld nu echter weer gaan terugdringen. De Studiegroep Begrotingsruimte adviseert EUR 18mrd te bezuinigen tot 2015, bovenop de al geplande EUR 7mrd. Inmiddels zijn opties voor vergaande bezuinigingsmaatregelen door diverse ambtelijke werkgroepen opgesteld. Om het begrotingssaldo weer in evenwicht te brengen zullen de komende kabinetsperiode moeilijke keuzes gemaakt moeten worden. Dit vraagt om slagvaardige besluitvorming. Naast de gevolgen van kredietcrisis en recessie zullen ook demografische ontwikkelingen de komende decennia een zware wissel trekken op de overheidsfinanciën. Door de combinatie van stijgende levensverwachting en dalende geboortecijfers staat de betaalbaarheid van de AOW onder druk. Om uitkeringen welvaartsvast te kunnen houden, is een verhoging van de AOW-leeftijd naar 67 jaar op dit moment onontkoombaar en kunnen met het verder toenemen van de levensverwachtingen verdere verhogingen noodzakelijk blijken. In diverse andere landen is dergelijk beleid inmiddels in gang gezet. Deze hervorming, maar ook andere structurele maatregelen, vragen overgangstermijnen die meerdere kabinetsperiodes in beslag nemen. Het is dan ook van belang dat de beslissing tot hervorming niet wordt uitgesteld.

Structurele hervormingen noodzakelijk

3 Nederlandse financiële ondernemingen

Het klimaat waarbinnen Nederlandse financiële instellingen opereren, is in enkele opzichten verbeterd. Afschrijvingen op slechte leningen zijn bijvoorbeeld licht gedaald.

Desalniettemin blijven zowel banken als verzekeraars en pensioenfondsen kwetsbaar voor schokken in financiële markten en een nieuwe verslechtering van de economie. Risico's verschillen per sector. Voor banken kan een stijging van de korte rente de winstgevendheid negatief beïnvloeden. Voor pensioenfondsen en levensverzekeraars kan juist een laag niveau van de lange rente het herstel belemmeren.

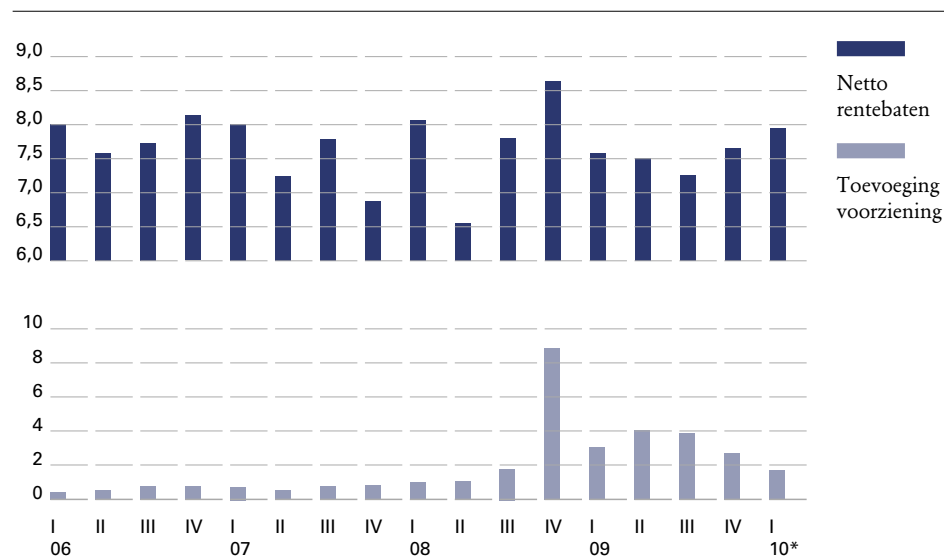
Banken

*Resultaat bankwezen
verbetert...*

De resultaten van Nederlandse banken zijn het afgelopen jaar verbeterd. Waar de sector als geheel in 2008 nog een aanzienlijk verlies boekte, behaalde zij over 2009 een bescheiden positief bedrijfsresultaat van € 150 mln. De resultaten werden gestuurd door de rentebaten, die ook afgelopen jaar een stabiele bron van inkomen voor de sector opleverden. De doorlopend hoge toevoegingen aan de voorzieningen drukten het resultaat (grafiek 13). Wel namen de toevoegingen in het laatste kwartaal van 2009 iets af, in tegenstelling tot een jaar eerder. Het aantal leningen met een betalingsachterstand blijft echter onverminderd hoog.

Grafiek 13 Netto rentebaten en toevoeging voorzieningen

In EUR miljard



Toelichting: *10 I cijfers zijn voorlopig.
Bron: DNB

Het verschil tussen de lange en korte rente – de rentecurve – is vanaf 2007 aanzienlijk opgelopen. De meeste banken profiteren hiervan, doordat zij traditioneel kort

zijn gefinancierd terwijl hun uitzettingen een lange looptijd hebben. De rentemarges van banken zullen weer afnemen bij een vervlakking van de rentecurve. Ook een stijging van de lange rente, bijvoorbeeld als gevolg van de toegenomen overheidsschulden, kan nadelig uitpakken voor banken doordat de economische waarde van rentegevoelige activa daalt. Banken maken in hun risicomanagement gebruik van interne modellen om het risico van een renteschok door te rekenen. De uitkomsten van deze modellen worden in belangrijke mate bepaald door veronderstellingen over gedrag van spaarders en andere marktpartijen. In het huidige uitzonderlijke klimaat is het echter mogelijk dat de gehanteerde aannames niet opgaan. Zo kunnen knelpunten in de geld- en kapitaalmarkt ervoor zorgen dat de concurrentie voor het aantrekken van deposito's toeneemt, waardoor banken een stijging van de rente sneller doorgeven aan spaarders. Hierdoor daalt de rentemarge en is het potentiële inkomstenverlies wellicht groter dan voorzien.

... maar is gevoelig voor veranderingen rentestructuur...

De steile rentecurve geeft banken een extra prikkel om looptijdverschillen tussen verplichtingen en bezittingen op te voeren. De gemiddelde looptijd van de financiering van banken is tijdens de crisis afgenomen als gevolg van problemen in kapitaalmarkten. Als gevolg van deze ontwikkelingen is de herfinancieringsbehoefte van banken dit jaar uitzonderlijk hoog. Dit geeft een verhoogd risico op nieuwe schokken en maakt dat voorzichtigheid bij het uifaseren van het huidige monetaire beleid geboden is. Hier staat echter tegenover dat de mogelijkheden om langer lopende financiering aan te trekken zijn verbeterd omdat de kapitaalmarkten enigszins zijn hersteld. Sinds december 2009 hebben Nederlandse banken dan ook geen gebruik meer hoeven maken van overheidsgaranties voor hun financiering.

Een stijging van de rente heeft ook gevolgen voor de potentiële kredietverliezen van banken. Een hogere rente kan ervoor zorgen dat huishoudens en bedrijven betalingsproblemen ondervinden, waardoor het aantal slechte leningen oploopt. Dergelijke verliezen zouden bovenop de toch al substantiële kredietverliezen komen, die het gevolg zijn van de crisis. Het IMF becijfert dat banken in het Eurogebied als geheel in 2010 nog rond de EUR 185mrd zullen moeten afschrijven. Ook een terugval in de economische activiteit kan een hernieuwde stijging in kredietverliezen veroorzaken. Vooralsnog zijn de wanbetalingen op de portefeuille zakelijk krediet het hoogst, maar liggen nog steeds duidelijk onder de middels interne risicomodellen opgestelde voorspellingen van banken zelf. Voor de particuliere kredietportefeuille ligt het niveau van betalingsachterstanden lager, maar deze overschrijden in sommige gevallen wel de interne voorspellingen van banken (zie ook box 2).

... en terugval economie.

Banken lopen niet alleen kredietrisico op bedrijven en huishoudens. Ook de verslechterende financiële positie van een aantal overheden vormt een belangrijk risico voor het bankwezen (zie ook box 1). Naast directe waardeverliezen door het oplopen van de risicopremies, kan de bruikbaarheid van papier als onderpand voor liquiditeitsdoeleinden in de markt afnemen en kunnen kapitaaleisen stijgen. Daar staat tegenover dat de risicopremies op overheidspapier van de meeste ontwikkelde landen nog altijd een stuk lager zijn dan die van bijvoorbeeld pandbrieven.

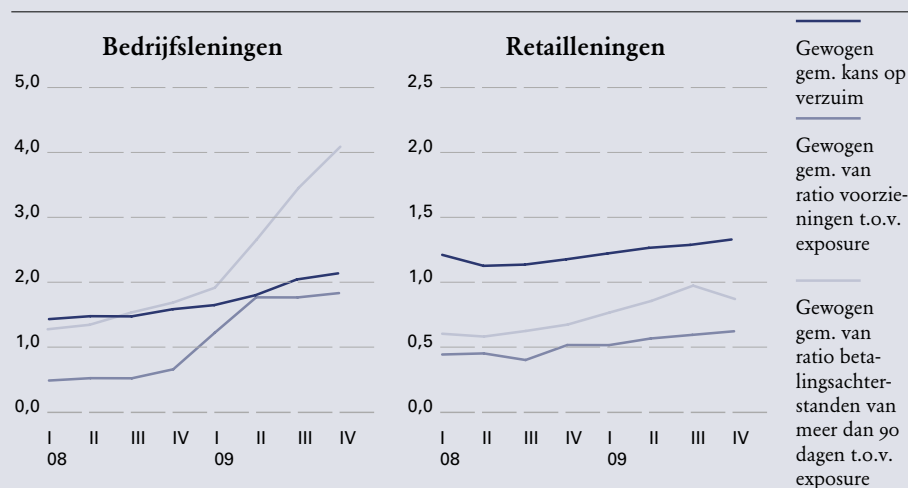
Box 2: De samenhang tussen indicatoren van de kwaliteit van leningen

Opbrengsten uit kredietverstrekking vormen de belangrijkste inkomstenbron voor banken. In een economische neergang verslechtert de kwaliteit van de kredietportefeuille. Dit leidt tot verliezen voor een bank. Banken monitoren de kwaliteit van de kredietportefeuille daarom scherp, zodat zij tijdig maatregelen kunnen treffen.

Drie belangrijke indicatoren van de kwaliteit van de kredietportefeuille van banken vormen betalingsachterstanden, de inschatting van een bank van de kans dat een kredietnemer niet betaalt (ook wel de probability of default (PD) genoemd) en de getroffen voorzieningen. De PD wordt door banken geschat op basis van interne vooruitblikkende modellen. Voorzieningen zijn bedoeld om verliezen op te vangen indien een klant niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. De intuïtieve samenhang tussen deze kredietindicatoren is dat de (vooruitblikkende) PD de betalingsachterstanden voorspelt en dat de betalingsachterstanden samen met de verwachte uitwinning – bij voorbeeld door de verkoop van onderpand – het niveau van de voorzieningen bepalen.

Grafiek 14 Kredietkwaliteit

In procenten



Toelichting: Alle gemiddelden zijn gewogen naar exposures. Berekeningen gebaseerd op wisselende samenstelling van banken in verband met beschikbaarheid van data.
Bron: DNB.

Uit een analyse van de ontwikkeling van deze indicatoren blijkt dat tijdens de crisis betalingsachterstanden voor alle portefeuilles zijn opgelopen (grafiek 14). De gemiddelde betalingsachterstand in de corporate portefeuille is in de periode 2008-2009 gestegen van ruim 1% naar ongeveer 4% en ligt daarmee boven de door de banken ingeschatte PD. De toename in de voorzieningen loopt vooruit op de toename in de betalingsachterstanden en vertoont sinds het tweede kwartaal van 2009 een duidelijke afvlakking. In de retail portefeuille zijn betalingsachterstanden onder de 1% gebleven en liggen daarmee ruim onder de ingeschatte PD.

Introductie nieuwe Bazelse eisen...

Banken krijgen de komende periode te maken met nieuwe regelgeving. Zo heeft het Bazels Comité afgelopen december plannen bekend gemaakt om de bankensector stabiel te maken door het verhogen van kapitaal- en liquiditeitsbuffers. Momenteel wordt door middel van een kwantitatieve impact studie (QIS) uitvoerig gekeken naar de gevolgen van deze regelgeving voor individuele financiële instellingen. De uitkomsten van deze studie zijn mede bepalend voor de calibratie van de nieuwe kapitaal- en liquiditeitseisen.

De kapitaalspositie van het Nederlandse bankwezen is het afgelopen jaar aanzienlijk verbeterd (grafiek 15). Haar Tier-1 ratio – een maatstaf voor kernkapitaal – ligt boven het gemiddelde van Europese grootbanken, waarmee een goede basis is gelegd voor de migratie naar de nieuwe Bazelse standaarden. Desalniettemin is het waarschijnlijk dat de sector nog additionele stappen zal moeten zetten. Een mogelijke

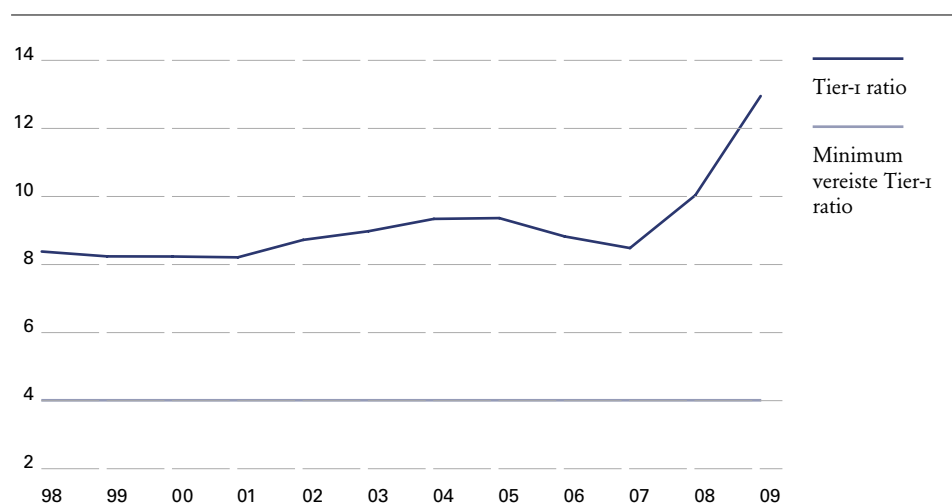
belemmering daarbij is dat het bedrijfsresultaat voor Nederlandse banken in vergelijking met andere Europese landen relatief laag is (grafiek 16), waardoor er weinig mogelijkheden zijn om via ingehouden winsten het kapitaalsniveau te versterken. Kostenverlagingen zijn noodzakelijk om hierin verbetering aan te brengen.

Om te voldoen aan eisen op het gebied van liquiditeit is daarnaast goede toegang tot kapitaalmarkten voor Nederlandse banken van belang. Nederlandse instellingen maken historisch gezien relatief veel gebruik van de markten voor securitisaties en pandbrieven. Nadat deze markten tijdens de crisis vrijwel geheel waren stilgevallen, is recent enige opleving zichtbaar. De marktomstandigheden blijven echter fragiel. De vraag naar pandbrieven vanuit beleggers hangt momenteel af van de mate waarin nieuw uitgegeven papier aan normen van regelgevers en marktstandaarden voldoet. Het is voor banken daardoor steeds belangrijker om nieuwe emissies aan dergelijke standaarden te laten voldoen.

... vereist versterking
kapitaals- en
liquiditeitsbuffers

Grafiek 15 Tier-1 ratio Nederlandse bankensector

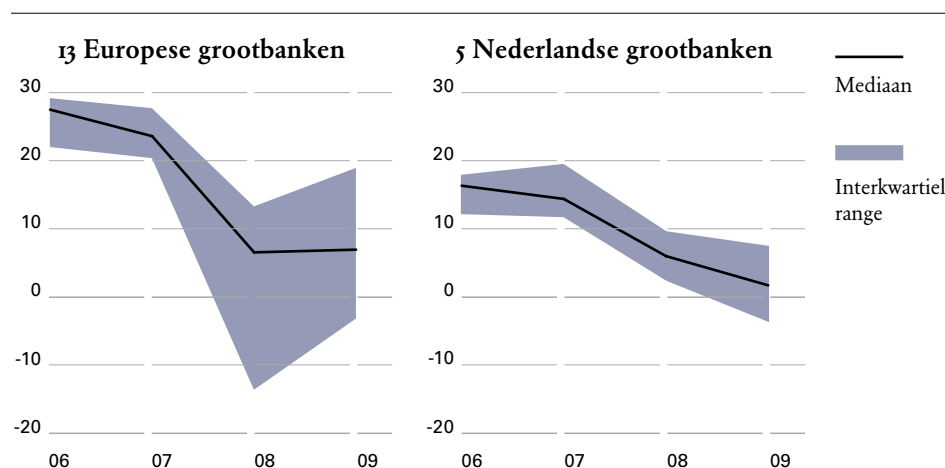
In procenten



Toelichting: Van 1998 tot en met 2004 geconsolideerd bedrijf, 2005 tot en met 2007 geconsolideerd IAS-IFRS en van vanaf 2008 geconsolideerd Finrep.
Bron: DNB - SB tabel 5.6.

Grafiek 16 Winstgevendheid Europese versus Nederlandse banken

Return on Tier-1 kapitaal, in procenten



Toelichting: Return gedefinieerd als netto winst na belasting. Voor 2006 was het cijfer van één Europese grootbank niet beschikbaar.
Bron: Jaaverslagen en DNB.

Verzekeraars

Dalende productie levensverzekeraars

De verzekeringssector in Nederland profiteerde in de tweede helft van 2009 van het verbeterde marktsentiment. Met name voor levensverzekeraars is het klimaat op financiële markten van belang, omdat zij een aanzienlijke effectenportefeuille beheren. De levensverzekeringssector blijft desalniettemin onder druk staan. Wanneer de kapitaalmarktrente langdurig laag blijft, beperkt dit de mogelijkheden voor levensverzekeraars om een goed rendement voor eigen rekening te realiseren. Daarnaast is de sector een grootschalige investeerder in staatsobligaties. Een grote meerderheid van deze obligaties is uitgegeven door overheden met een solide (AAA) kredietbeoordeling. Mochten de overheidsfinanciën in ontwikkelde landen langdurig onder druk blijven staan, dan kan dit evenwel resulteren in waardeverlies op deze portefeuille. De belangrijkste uitdaging voor levensverzekeraars is echter gerelateerd aan de snelle veranderingen in de voor hen cruciale markt voor fiscaal gefaciliteerde vermogensvorming. De nieuwe verkoop van individuele levensverzekeringen daalde in 2009 met 27% ten opzichte van 2008. Concurrentie van banken en beleggingsinstellingen naar aanleiding van de wet ‘banksparen’ speelt bij deze daling een belangrijke rol. Daarnaast speelt het beschadigde vertrouwen in verzekeraars als gevolg van de ‘woekerpolisaffaire’ waarschijnlijk mee op de achtergrond. Het is niet uitgesloten dat deze daling in 2010 verder zal doorzetten. Als de verzekeringssector niet in staat is om haar kostenbasis parallel aan de productiedaling te laten dalen, kan haar winstgevendheid sterk aangetast worden. Dit speelt des te meer aangezien het denkbaar is dat verzekeraars ter verdediging van marktaandeel genoeg zullen moeten nemen met een lagere marge op de gerealiseerde nieuwe verkoop.

Resultaten schadebedrijf positief

Nederlandse schade- en zorgverzekeraars lijken de kredietcrisis tot dusver relatief goed te doorstaan. In de zorgverzekeringssector nam in 2009 de winstgevendheid van het verzekeringsbedrijf – waarin rendement op beleggingen niet wordt meegenomen – toe. In de schadesector bleven premie-inkomsten en winstgevendheid van het verzekeringsbedrijf beide nagenoeg constant. Daarnaast verbeterden in beide sectoren de resultaten door betere beleggingsresultaten als gevolg van het positievere beursklimaat. Ervaring uit eerdere recessies leert echter dat schadeverzekeraars op termijn toch geraakt kunnen worden door een langdurig ongunstig economisch klimaat. Zo nam in de recessie begin jaren '80 de reële premieopbrengst cumulatief met meer dan 12% af en daalde de winstgevendheid van de sector aanzienlijk.

Migratie naar Solvency II

Een belangrijke opgave voor de sector is de komende jaren de migratie richting het nieuwe Europese toezichtsraamwerk voor verzekeraars, Solvency II. Dit raamwerk biedt vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit een aantal voordelen. Zo leidt Solvency II tot een sterke harmonisatie van de nu nog sterk uiteenlopende nationale regimes voor verzekeringstoezicht binnen de Europese Unie. Mogelijkheden voor toezichtsarbitrage worden daardoor verkleind en de vergelijkbaarheid van solvabiliteit en andere kerncijfers wordt verbeterd. Ook de consistente toepassing van waardering tegen marktprijzen draagt bij aan deze transparantie. Daarnaast zorgt het raamwerk voor versterking van het groepstoezicht, waardoor toezichthouders een beter totaalbeeld krijgen over internationaal opererende verzekeringsconcerns. Tot slot stimuleert Solvency II vanwege haar risicogebaseerde karakter het risicomanagement bij financiële instellingen. Voor instellingen is het belangrijk om tijdig inzicht te krijgen in de voor hen geldende eisen onder Solvency II, zodat eventueel benodigde aanpassingen in de bedrijfsvoering nog kunnen worden gedaan voor de invoering van het raamwerk. Om dit te bevorderen organiseert DNB dit voorjaar een Quantitative Impact Study voor de verzekeringssector.

Pensioenfondsen

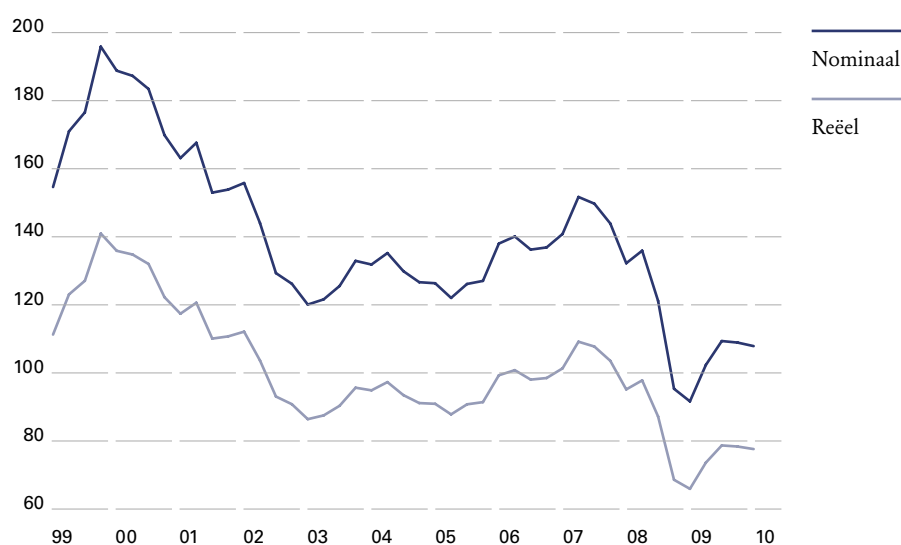
Tijdens de crisis hebben pensioenfondsen grote verliezen geleden op hun beleggingen. Gegeven de marktontwikkelingen is dit niet verwonderlijk. Uit onderzoek van DNB blijkt echter dat de vertaling van het beoogde strategische beleggingsbeleid van pensioenfondsen naar de daadwerkelijke beleggingsportefeuille, bovenop de verliezen die direct op het conto van de marktomstandigheden kunnen worden geschreven. Dit vloeit mede voort uit tekortkomingen in de uitbesteding en de risicobeheersing van pensioenfondsen. Bovendien laat het onderzoek zien dat de financiële opzet van pensioenfondsen te vaak is gestoeld op optimistische veronderstellingen.

Tijdens het eerste kwartaal van 2010 zijn de reserves van pensioenfondsen per saldo ongeveer gelijk gebleven (grafiek 17). Recentelijk is de financiële positie van pensioenfondsen echter opnieuw verslechterd. Vanwege de turbulentie op markten voor van schuldpapier uit de Europese periferie ontstaat meer vraag naar staatspapier dat als vrijwel risicovrij wordt ervaren, en daalt de effectieve rentevoet op dergelijk papier. Pensioenfondsen gebruiken een hieraan gerelateerde rentevoet om hun pensioenverplichtingen te waarderen; door een rentedaling nemen de verplichtingen toe. Bovendien is de levensverwachting van Nederlanders in de afgelopen periode naar boven bijgesteld. Dat is natuurlijk goed nieuws, maar het feit dat we langer leven verhoogt wel de toekomstige verplichtingen van pensioenfondsen en verlaagt de dekkingsgraad.

*Reservetekort in
pensioensector*

Grafiek 17 Dekkingsgraad Nederlandse Pensioensector

Ultimostanden 99 I - 10 I, in procenten



Toelichting: De niet eindejaars nominale dekkingsgraden voor 2003 zijn ramingen. 2010 I is voorlopig. Reële dekkingsgraad is herleid van de nominale dekkingsgraad door deze te verdisconteren tegen een inflatie van 2% met een looptijd van 16,6 jaar. De looptijd van 16,6 jaar is een gewogen gemiddelde (naar tech. voorzieningen) van alle pensioenfondsen die voor 2008 een modified duration van hun technische voorzieningen hebben gerapporteerd in hun jaarrapportage.

Bron: DNB.

De sector als geheel kent een reservetekort en heeft dus onvoldoende buffers om nieuwe grote tegenslagen op te vangen. Pensioenfondsen blijven daarmee kwetsbaar voor ongunstige ontwikkelingen in financiële markten. Een terugval in economische vooruitzichten kan negatief doorwerken op het marktsentiment en daardoor het herstel doorkruisen. Een structureel lagere rente zou betekenen dat de kosten van toekomstige pensioenuitkeringen blijvend op een hoger niveau komen te liggen. Het effect van renteontwikkelingen op de reële dekkingsgraad hangt echter af

van de bijbehorende ontwikkeling van de inflatie. Oplopende inflatie kan het effect van een nominale rentestijging immers teniet doen. Verder beleggen pensioenfondsen evenals verzekeraars op grote schaal in staatsobligaties. Hoewel staatsobligaties in tegenstelling tot aandelen doorgaans een vrij stabiel rendement opleveren, is de afgelopen tijd gebleken dat ook op deze beleggingen verliezen kunnen optreden. Dergelijke verliezen zijn echter klein in vergelijking met de invloed van andere factoren.

*Herziening pensioenstelsel
nodig...*

De toekomstbestendigheid van het huidige Nederlandse pensioensysteem staat in toenemende mate onder druk. Dit is gedeeltelijk het gevolg van de steeds verder oplopende levensverwachting en de aanhoudend lage kapitaalmarktrente. Daarnaast neemt door de vergrijzing het aantal gepensioneerden ten opzichte van het aantal premiebetalende deelnemers toe, waardoor het voor fondsen moeilijker wordt om in moeilijke tijden via premieverhogingen hun dekkingsgraad te verbeteren. Het is nodig om het pensioenstelsel nu te hervormen en zo snel mogelijk over te gaan op meer realistische veronderstellingen, zodat de kans op steeds lastiger op te vangen tegenvallers in de toekomst wordt beperkt.

Recent heeft de commissie Goudswaard onderzoek gedaan naar mogelijkheden om het stelsel toekomstbestendiger te maken. Daarnaast heeft de commissie Frijs het beleggingsbeleid en risicobeheer van Nederlandse pensioenfondsen onderzocht. Vervolgens heeft demissionair minister Donner van Sociale Zaken in april een evaluatie van het Financieel Toetsingskader (FTK) voor pensioenfondsen aan de Tweede Kamer gestuurd. Daarbij heeft hij voorstellen gedaan voor aanpassing van het kader en voor aanscherping van de maximale toekomstige rendementsverwachtingen die pensioenfondsen mogen hanteren.

De discussie over de toekomst van het Nederlandse pensioenstelsel zal de komende tijd vervolgd worden. Omdat deelnemers pensioen opbouwen via hun werkgever ligt het initiatief voor aanpassing van pensioenregelingen in principe bij werkgevers en werknemers. Het is echter belangrijk dat er ook een herziening komt van het wettelijke kader waarbinnen pensioenregelingen worden afgesproken. Hierbij speelt het risico dat aanpassingen niet voldoende zijn om het systeem beter bestand te maken tegen eventuele verdere stijgingen van de levensverwachting, inflatierisico en structurele veranderingen in de economie. Een opleving in financiële markten kan dit risico versterken, wanneer hierdoor het gevoel van urgentie voor hervormingen verloren gaat. Het gevaar is dan ook dat het systeem procyclisch blijft en pensioenfondsen in goede tijden onvoldoende buffers opbouwen of teveel risico nemen, zodat ze in slechte tijden de pensioenen niet kunnen indexeren of bijstortingen nodig hebben en daarmee het economisch herstel belemmeren.

*... met meer aandacht voor
reële waarde*

Het is wenselijk dat er in het nieuwe stelsel in ieder geval meer nadruk komt op de reële waarde van pensioenen, omdat dit beter aansluit bij het lange termijn karakter van pensioenopbouw en het streven naar indexatie van pensioenen. Dit kan pensioenfondsen aansporen om zich meer te richten op het afdekken van inflatierisico. Bovendien kunnen deelnemers zich een beter beeld vormen van de te verwachten waarde van hun toekomstige pensioen als hierover wordt gecommuniceerd in reële termen. Een kanttekening daarbij is dat veel deelnemers op dit moment overschatten wat de verwachte waarde van hun toekomstige pensioen is en eveneens te optimistisch zijn over de zekerheid dat die waarde werkelijk zal worden bereikt. De invoering van communicatie over de reële waarde van pensioenen kan daarom tot enige onrust leiden. Deelnemers worden hiermee echter beter voorbereid op hun toekomstige financiële situatie, wat de financiële stabiliteit bevordert. Bovendien geeft dit een extra prikkel aan pensioenfondsen om te focussen op de koopkracht van pensioenen.

Structuur van de sector

De structuur van de Nederlandse financiële sector is in beweging. Zo vinden in de bankensector momenteel verschillende herstructureringen plaats, mede als gevolg van de interventies van autoriteiten tijdens de crisis. Het model van de bankverzekeraar verliest daarbij aan prominentie. Ook internationaal heeft de crisis aanleiding gegeven tot herstructureringen, waardoor sommige banken zijn gegroeid en andere zijn gekrompen (zie box 3). De Nederlandse levensverzekeringssector kampt als gevolg van de dalende individuele polisverkoop met overcapaciteit en staat aan de vooravond van een aanpassingsproces. In de pensioensector vertoont het aantal fondsen al enige tijd een dalende trend, die de komende tijd waarschijnlijk zal doorzetten. Gedeeltelijk zijn deze wijzigingen een logisch en tot op bepaalde hoogte wenselijk uitvloeisel van gewijzigde marktomstandigheden. Wel kunnen wijzigingen in bedrijfsmodellen en bedrijfsstructuren veel aandacht van het management vragen en zullen zij gezien de complexiteit van financiële instellingen gepaard gaan met operationele risico's. DNB besteedt er als prudentieel toezichthouder aandacht aan dat de beheerste bedrijfsvoering tijdens deze processen niet in gevaar komt.

Structuur financiële sector verandert

Deze trends vinden plaats tegen de achtergrond van een laag vertrouwensniveau in de financiële sector en toenemende mondigheid van consumenten. Hierdoor neemt voor instellingen in alle sectoren van het Nederlandse financiële systeem het risico op claims toe. Dergelijke claims leiden tot reputatieschade en zoals bij DSB gebleken kan dit zelfs het voortbestaan van de onderneming bedreigen. Wanneer het gaat om producten of praktijken die algemeen voorkomen, ontstaat een sectorbreed risico. Voor financiële instellingen is het van belang om dit risico goed op het netvlies te hebben en vroegtijdig te mitigeren. De belangrijkste basis hiervoor is uiteraard het via een integere bedrijfsvoering voorkomen van claims. Daarbij is het belangrijk dat instellingen zich voorbereiden op eventueel toch optredende problemen. Dit vergroot niet alleen de kans op een tijdige oplossing die recht doet aan de belangen van alle betrokken partijen, maar vergroot ook het bewustzijn over dit type risico's en helpt daarmee de kans op eventuele claims en reputatieschade te verkleinen.

Claimrisico instellingen

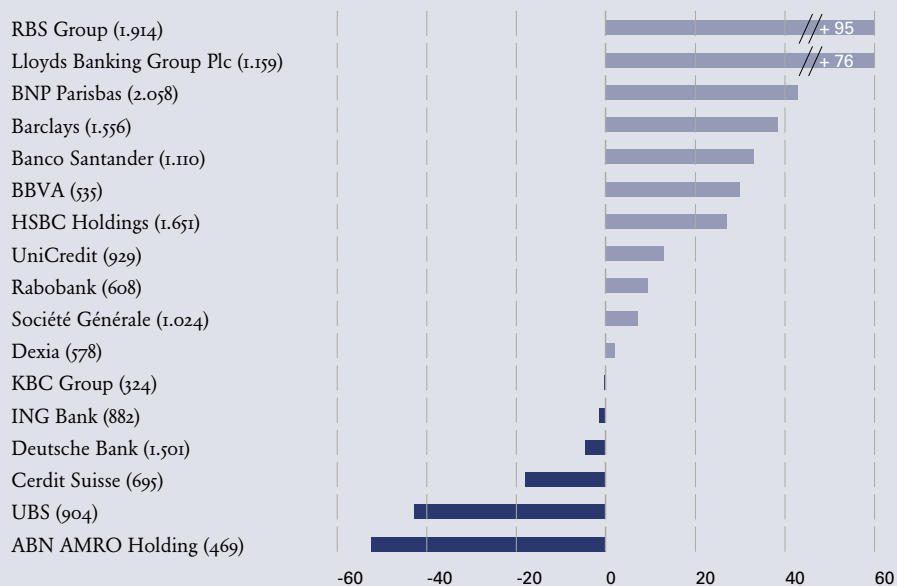
Box 3: Grote verschuivingen in Europese bankensector

Grote en complexe banken kunnen een risico vormen voor de financiële stabiliteit, omdat problemen bij een dergelijke bank een uitstraling hebben op het hele financiële systeem. Een interessante vraag is of de grote Europese banken als gevolg van de kredietcrisis de laatste jaren kleiner zijn geworden. Dat blijkt niet zo te zijn. Een aantal banken zijn groter en waarschijnlijk complexer geworden, vaak door fusies of overnames. In grafiek 18 is de verandering van balanstotalen van diverse Europese banken te zien van eind 2006 tot eind 2009. De banken onderaan, zoals ABN AMRO, hebben grote onderdelen afgestoten en zijn vaak minder internationaal gericht geworden. Uit de grafiek blijkt dat er onder grote Europese banken geen trend richting kleinere banken is: het gezamenlijke balanstotaal van de banken in de grafiek steeg in de periode 2006-2009 met 13%.

Verder is te zien dat vooral de banken uit grote Europese landen (zoals het VK en Spanje) groter zijn geworden, terwijl de banken uit kleinere landen (Nederland, Zwitserland) kleiner zijn geworden. Een kanttekening is dat enkele banken die staatssteun hebben ontvangen, een deel van hun activa nog moeten afstoten. Dit geldt bijvoorbeeld voor Lloyds, RBS en ING. Verder fuseert Fortis Bank Nederland (balanstotaal eind 2009: € 190 mrd) in 2010 met ABN AMRO, waardoor de structuur van de Nederlandse sector verder verandert.

Grafiek 18 Balanstotaal - Europese grootbanken

Waardemutatie in procenten van o6 IV - o9 IV, balanstotaal (in EUR miljard) o9 IV tussen haakjes achter banknaam



Toelichting: Alle bedragen zijn omgerekend naar euro's met de wisselkoers die gold op 31 december 2009. Lloyds banking group o9 IV vergeleken met HBOS o6 IV, dus groei ook veroorzaakt door fusie Lloyds TSB met HBOS. RBS group stijging deels veroorzaakt door consolidatie van ABN Amro onderdelen die eigenlijk aan Banco Santander en Fortis (NL) toekomen.

Bron: Bankscope, jaarverslagen en Datastream.

4 Institutionele ontwikkelingen en infrastructuur

Naar aanleiding van de crisis ondergaat de mondiale financiële architectuur een metamorfose en worden maatregelen genomen ter versterking van het financiële stelsel. Onder meer op het terrein van macroprudentieel toezicht, de inrichting van het Europese toezicht en crisismanagement worden belangrijke stappen gezet.

Institutionele ontwikkelingen

Mondiale initiatieven

Internationale gremia, zoals de *Financial Stability Board* (FSB), het *Bazels Comité voor Banktoezicht* (BCBS) en het *Internationaal Monetair Fonds* (IMF) versterken hun inhoudelijke focus. Aparte subgroepen richten zich op de meest urgente problemen, zoals verbetering van grensoverschrijdend crisismanagement, aanscherping van de liquiditeit- en kapitaaleisen voor banken, alsmede beperking van systeemrisico voortkomende uit zogeheten systeemrelevante financiële instellingen. In Europa wordt met de oprichting van de European Supervisory Authorities (ESAs) en de European Systemic Risk Board (ESRB) bovendien de institutionele opzet van het financiële en macroprudentiële toezicht hervormd en versterkt. Hoofddoel van alle aanpassingen is een sterker financieel systeem met solide financiële instellingen, dat beter bestand is tegen schokken en zelf zo min mogelijk instabiliteit genereert. De maatregelen van het Bazels Comité ter versterking van de kapitaals- en liquiditeitspositie van banken spelen daarbij een belangrijke rol. Een ander doel is te komen tot een daadkrachtiger beleid en toezicht en een betere samenwerking, zowel tussen autoriteiten onderling als over de landsgrenzen heen.

Diverse initiatieven voor versterking stelsel

President Obama zette op 21 januari de hoofdlijnen uiteen van de hervorming van de Amerikaanse financiële sector. Hierin geadviseerd door voormalig centraal bankier Volcker, stelt Obama voor banken en andere financiële instellingen te beperken in zowel de aard van hun activiteiten (scope) als hun omvang (size). Depositobanken of groepen waar een depositobank onderdeel van uitmaakt mogen geen eigenaar meer zijn van, of investeren in, hedge funds, private equity of ‘proprietary trading’, tenzij dit gebeurt ten dienste en voor eigen kosten en risico van haar klanten; daarnaast wordt een maximum gesteld aan de omvang van bancaire passiva.

Alhoewel de Amerikaanse voorstellen initieel met enige sympathie werden ontvangen in de rest van de wereld, liet Europa vrij snel weten het geen uitgemaakte zaak te vinden dat hierdoor de instellingen zelf en het financiële systeem veiliger zouden worden. Het is immers lastig vooraf te bepalen welke activiteiten risicovol en welke veilig zijn. Daarbij blijft het risico van besmetting tussen veilige en minder veilige banken bestaan. Verder kunnen beperkingen aan de reikwijdte van activiteiten ertoe leiden dat risico's neerslaan in het ongereguleerde deel van het financiële systeem (shadow banking); risico's die uiteindelijk te groot kunnen zijn voor toezichthouders om te negeren.

Een ander voorstel dat met name in Europa breeduit wordt besproken is de optie van een extra belasting of heffing op banken dan wel op de financiële sector in brede zin. Opbrengsten hiervan zouden ten goede kunnen komen aan de schatkist of

Voorstel bankbelasting

gebruikt kunnen worden om de eventuele kosten van een volgende crisis op te vangen (resolutiefonds). Ook voor dit idee geldt dat samenhang met het brede palet aan internationale maatregelen en initiatieven voor de aanpak van de ‘too important too fail’-problematiek, alsmede het bewaken van een gelijk speelveld, van groot belang is. Daarbij is de consistentie van een dergelijke belasting, bijvoorbeeld betreffende de grondslag, essentieel. Belangrijke vragen betreffen daarbij het aangrijpingspunt voor de belasting en wijze waarop activiteiten in het buitenland worden belast.

Daarnaast is de timing van een eventuele heffing cruciaal. Veel banken verkeren nog altijd in herstel. Tot slot kan worden afgevraagd of een (banken)heffing de meest effectieve manier is om systeemrisico in te perken. Zo verandert aan de leverage van banken weinig als onverzekerde schuld wordt ingeruild voor verzekerde schuld (substitutie naar deposito's). Bovendien blijven alternatieve financieringsbronnen (zoals securitisatie) buiten schot, terwijl deze toch een belangrijke rol hebben gespeeld in de recente crisis. Ook is duidelijkheid nodig over de impact van een eventuele heffing op macroniveau, bijvoorbeeld over de gevolgen voor kredietverlening.

Voortgang Bazelse voorstellen cruciaal

DNB ziet de waarde van bovengenoemde voorstellen, maar meent wel dat we er voor moeten waken de grotere context niet uit het oog te verliezen. Initiatieven zoals de plannen van Obama of het invoeren van een bankenheffing mogen niet afleiden van noodzakelijke fundamentele versterkingen van het financiële systeem op het terrein van kapitaal- en liquiditeitseisen, risicomanagement en macro-prudentieel toezicht. Hoe begrijpelijk sommige plannen ook zijn, het is cruciaal dat maatregelen niet via afzonderlijke kanalen worden voorbereid. Voorstellen voor beperking van de activiteiten en omvang van banken en voor een bankenheffing beogen in grote lijnen hetzelfde als de aanpassingen waaraan het Bazels Comité thans werkt. Het is van belang dat het momentum voor aanscherping van Bazelse normen wordt behouden.

Crisismanagement en -instrumentarium

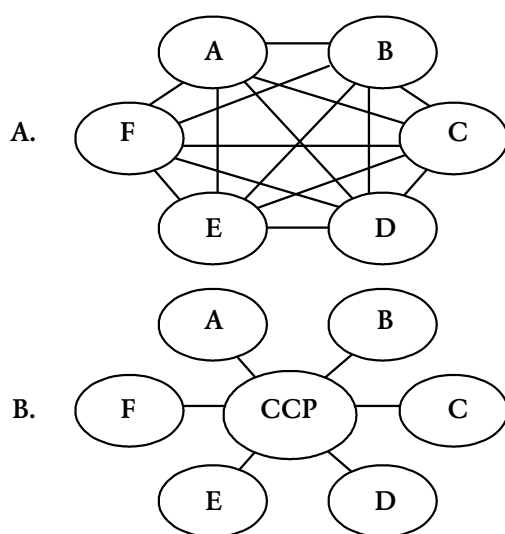
Momenteel wordt in Europees verband gesproken over de versterking van het crisismanagementraamwerk voor grensoverschrijdende bancaire groepen. Ook gaat aandacht uit naar mogelijkheden tot invoering van zogeheten *living wills* en verplicht converteerbare obligaties. Nader onderzoek naar de voor- en nadelen van dergelijke regelingen in de praktijk is noodzakelijk. Bij eventuele invoering is bovendien internationale afstemming noodzakelijk, om het gelijke speelveld tussen instellingen niet te verstoren.

Ook de versterking van het Nederlandse crisisinstrumentarium heeft hoge prioriteit. De ervaringen tijdens de financiële crisis hebben duidelijk gemaakt dat het instrumentarium verbeterd moet worden. Sommige landen hebben reeds stappen ondernomen om effectiever in te kunnen grijpen bij dreigend gevaar voor financiële stabiliteit, zoals bevoegdheden tot gedwongen onteigening en overdracht van aandelen en/of activa en passiva van een noodlijdende bank. In dit licht werkt DNB in samenwerking met het Ministerie van Financiën aan een evaluatie en herziening van het crisisinstrumentarium. Uiteraard zal ook de financiële sector worden geconsulteerd wanneer de desbetreffende wetsvoorstellen gereed zijn.

Ontwikkelingen in de financiële infrastructuur

De markt voor over-the-counter (OTC) derivaten is de afgelopen jaren sterk gegroeid. In juni 2009 oversteeg de totale uitstaande waarde van derivatencontacten 600 biljoen dollar (IMF, 2010⁴). De financiële crisis heeft aangetoond dat OTC-

4 International Monetary Fund (2010), Global Financial Stability Report.

Figuur 1 Reductie van onderlinge bilaterale relaties door oprichting van een CCP

Toelichting: de cirkels representeren financiële instellingen die onderling kredietderivaten afsluiten. De komst van een CCP voor kredietderivaten vergroot de potentiële saldering van de contracten.

derivatenhandel aanzienlijke systeemrisico's met zich mee kan brengen, doordat eenduidige standaarden voor risicomanagement ontbraken. Ook het gebrek aan transparantie in de markt droeg bij aan systeemrisico. Onder beleidsmakers bestaat daarom consensus dat de OTC derivatenhandel veiliger en transparanter moet worden. De G20 heeft in september 2009 hervormingsaanbevelingen geformuleerd en internationaal buigen toezichthouders zich over voorstellen voor regelgeving. Een belangrijke component van deze voorstellen is standaardisering van derivatencontracten. Dit bevordert clearing via centrale tegenpartijen (CCPs) wat onder bepaalde voorwaarden wenselijk is (figuur 1).⁵ Een CCP die goed wordt gemanaged, adequaat is gekapitaliseerd en voldoende marge vraagt, kan systeemrisico mitigeren door i) posities te netteren, ii) een eventueel faillissement van een clearing member te absorberen en iii) hoge eisen aan risicomanagement van *dealers* op te leggen. Bovendien bevordert het gebruik van CCPs transparantie. De Lehman casus illustreert de potentiële baten van centrale clearing. Zowel de effecten- als derivatenposities die Lehman ten tijde van haar faillissement bij CCPs open had staan, zijn naderhand vrijwel probleemloos afgewikkeld. Tegenpartijen werden hierbij niet geraakt, doordat de CCPs het tegenpartijrisico hadden overgenomen. Het onderpand dat de zakenbank bij deze partijen had geplaatst om haar posities af te dekken, bleek voldoende waard om geleden verliezen te compenseren.

Hervormingen op OTC-derivatenmarkt

Oprichting CCPs versterkt stelsel...

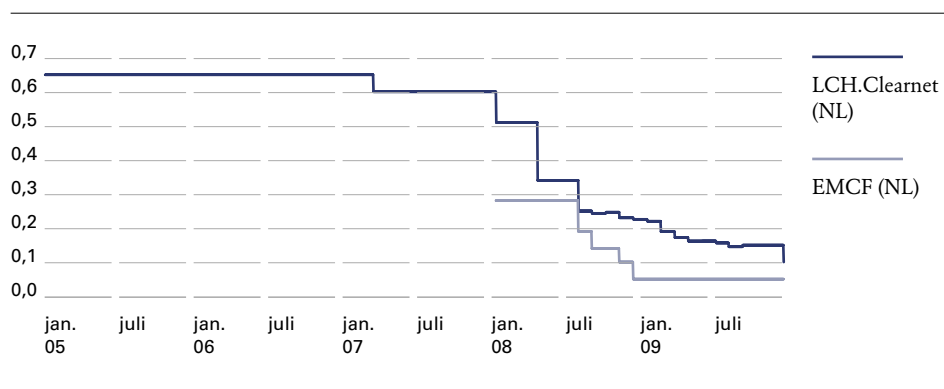
Niet alle derivaten kunnen echter centraal worden gecleared. Daarom wordt op Europees niveau eveneens gewerkt aan regelgeving voor OTC clearing. Financiële instellingen zullen ter beperking van het risico meer onderpand moeten aanhouden wanneer zij derivaten bilateraal clearen dan wanneer zij gebruik maken van een CCP. Deze eis biedt tegelijkertijd een stimulans om contracten die wel geschikt zijn voor een CCP, daadwerkelijk centraal af te wikkelen. Daarnaast dienen ter bevordering van de transparantie OTC transacties aan zogeheten trade repositories⁶ te worden gemeld.

⁵ Overigens is standaardisering niet de enige voorwaarde voor centrale afwikkeling; ook moeten de derivaten voldoende liquide zijn, dienen zij geen additionele risico's met zich mee te brengen die niet of onvoldoende door de CCP kunnen worden gemitigeerd en dient met regelmaat prijsinformatie beschikbaar te zijn.

⁶ Een trade repository is een elektronische opslagplaats waar informatie over handel in OTC contracten besloten ligt.

Grafiek 19 Clearingtarieven

In EUR



Bron: DNB.

... maar brengt ook risico's
met zich mee

Wel leidt een toename in het gebruik van CCPs – voor derivaten én effectenafwikkeling – tot een concentratie van tegenpartijrisico. Een faillissement kan significante repercussies hebben voor het systeem als geheel. Hierbij speelt specifiek voor OTC derivatenhandel dat doorgaans *loss sharing* agreements bestaan tussen de clearing members die zijn aangesloten bij een CCP. Een faillissement van een grote clearing member kan daarmee tot verliezen leiden bij de overige deelnemers. Dit stelt hoge eisen aan het risicomanagement en liquiditeitsbeheer van de CCP zelf. De EC buigt zich momenteel over een toezichtkader op Europees niveau. Dit is wenselijk omdat het huidige gefragmenteerde toezicht het gelijke speelveld binnen Europa verstoort. Zo heeft toenemende concurrentie tussen CCPs niet alleen tot een significante reductie in clearingtarieven geleid (grafiek 19), maar ook tot concurrentie op de standaarden voor risicomanagement hetgeen ongunstig doorwerkt op de stabiliteit van betrokken instellingen.

Om gedegen risicomanagement te waarborgen, is naast een geharmoniseerd toezichtregime de oprichting van een onafhankelijke internationale validatiegroep voor risicomodellen van CCPs wenselijk. Voorts speelt de vraag in hoeverre interoperabiliteit – het onderling salderen van posities tussen CCPs – moet worden toegestaan. Door het gefragmenteerde speelveld komt het voor dat handelaren bij verschillende CCPs onderpand moeten plaatsen, wat kan leiden tot efficiëntieverlies. CCPs hebben daarom gezamenlijk voorstellen opgesteld voor interoperabiliteit. DNB buigt zich hier momenteel over met haar Europese collega's. Een van de randvoorwaarden voor goedkeuring zal in ieder geval zijn dat de clearing members met additioneel onderpand de inter-CCP exposures moeten afdekken. Immers, interoperabiliteit impliceert een verhoogd risico voor de aangesloten CCPs. Tegelijkertijd kan het bevorderlijk zijn voor financiële stabiliteit omdat de creatie van een netwerk van CCPs het systeem minder gevoelig maakt voor het faillissement van één enkele CCP. De verwachting is dat de voordelen van interoperabiliteit, waardoor onderpandseisen aan clearing members dalen, in ruime mate opwegen tegen de extra kosten in de vorm van additioneel onderpand om de onderlinge exposures af te dekken.

Een andere relevante ontwikkeling in het effectenverkeer is de op handen zijnde oprichting van Target2-Securities (T2S), een initiatief van het Eurosysteem voor een gezamenlijk platform dat effecten en centralebankgeld tegen lage kosten grensoverschrijdend in Europa afwikkelt. Effectenbewaarbedrijven besteden hierbij hun effectensettlement uit aan het Eurosysteem. T2S zal als platform bijdragen aan verdere standaardisatie en Europese integratie van de infrastructuur voor effectensettlement; grensoverschrijdende verwerking in centralebankgeld was tot nu toe niet mogelijk. Naast het bevorderen van transparantie heeft T2S een katalyserende

werking voor verdere harmonisatie op Europees niveau en draagt daarmee bij aan financiële stabiliteit. Naar verwachting is T2S in 2014 operationeel.

De wijze waarin de handel in effecten en financiële instrumenten wordt gedreven, is in de afgelopen jaren overigens in belangrijke mate geëvolueerd. Deze ontwikkeling is met name gedreven door automatisering. Het gebruiken van nieuwe technieken zoals *algorithmic trading* stelt beurshandelaren bijvoorbeeld in staat om zonder menselijke tussenkomst transactiemogelijkheden te signaleren en uit te voeren. Ook tijdstip, handelsplatform en grootte van een order kan door het algoritme bepaald worden. Dergelijke geautomatiseerde handelsstrategieën worden gebaseerd op technische analysemodellen, die ook kunnen worden gevoed door nieuwsbronnen of gedetecteerde handelspatronen van andere marktparticipanten. Een belangrijk thema waar toezichthouders zich over zullen moeten buigen is de mate waarin deze ontwikkelingen in handelssystemen nieuwe risico's introduceren. Zo kunnen geautomatiseerde handelssystemen marktbewegingen versterken en daarmee de procycliteit van het financiële systeem vergroten.

Opkomst nieuwe technieken effectenhandel...

Mede als gevolg van *algorithmic trading* neemt de gemiddelde ordergrootte op handelsplatformen de afgelopen jaren steeds verder af. Voor marktpartijen die geregeld grote orders uitvoeren, zoals institutionele investeerders, wordt het daardoor steeds lastiger om deze orders met een minimale prijsimpact te realiseren. Grotere orders worden daardoor in toenemende mate uitgevoerd via 'dark pools' en andere alternatieve handelsplatformen waar de handel in financiële instrumenten onzichtbaar is en slechts beperkte marktinformatie na een transactie wordt vrijgegeven. De opkomst van dergelijke 'dark pools' kan voor toezichthouders nadelen met zich meebrengen, wanneer autoriteiten hierdoor het zicht op marktbewegingen wordt belemmerd. DNB acht het gewenst dat er op alle nieuwe handelsplatformen voldoende toezicht komt, inclusief bijbehorende vereisten ten aanzien van transparantie.

... vraagt om transparantie en toezicht

