

09

**De Nederlandsche Bank**

---

*Kwartaalbericht december 2009*

*Centrale bank en prudentieel toezichthouder financiële instellingen*

---

© 2009 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](http://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 20

### *Financiële stabiliteit*

Het belang van macro-prudentieel toezicht 23

## **Artikelen**

Aanpassingen Bazels raamwerk voor banktoezicht 29

Beleggingsbeleid pensioenfondsen onder de loep 35

Bezuinigen en groeien 41

Contante betalingen geteld 47

Bankfaillissementen in historisch en internationaal perspectief 53

Aanscherping risicomanagement handelsomgeving bij banken 59

Commerciële vastgoedmarkt in zwaar weer 65

Overzicht verschenen artikelen 2006-2009 71

## **Publicaties**

DNB Working Papers 75

Occasional Studies 80

# Recente ontwikkelingen

# Economische ontwikkelingen en vooruitzichten voor Nederland

*Na een krachtige opleving in de opkomende economieën, zijn de meeste ontwikkelde economieën uit de recessie gekropen. In hoeverre het herstel in de ontwikkelde wereld echt doorzet is onzeker. De vooruitzichten voor Nederland zijn op korte termijn verbeterd, maar het algehele beeld blijft somber. Na een krimp van 4% in 2009 wordt een traag herstel voorzien, met een groei van 0,7% in 2010 en 1,2% in 2011. De werkloosheid loopt verder op en de inflatie blijft laag. Door de zwakke economie is een daling van de kredietverlening aan bedrijven niet uit te sluiten.*

## Het mondiale herstel is ingezet

Het economische beeld voor de geïndustrialiseerde wereld is na de zomer verbeterd. De vs, het eurogebied en Nederland kropen in het derde kwartaal uit een langdurige recessie. Ook de Japanse economie is met twee kwartalen van groei langzaam opgekrabbeld, na de sterke terugval rond de jaarwisseling. Die ommekeer is nog niet in de gehele geïndustrialiseerde wereld zichtbaar. Zo viel in het vk het bruto binnenlands product (BBP) in het derde kwartaal andermaal terug. Terugkijkend over een wat langere periode, blijkt dat de financiële crisis diepe sporen heeft achtergelaten. De belangrijkste geïndustrialiseerde regio's zijn qua BBP-niveau meerder jaren in de tijd teruggezet, zoals grafiek 1 illustreert.

De financiële crisis dreunt in de opkomende economieën veel minder hard door, met uitzondering van

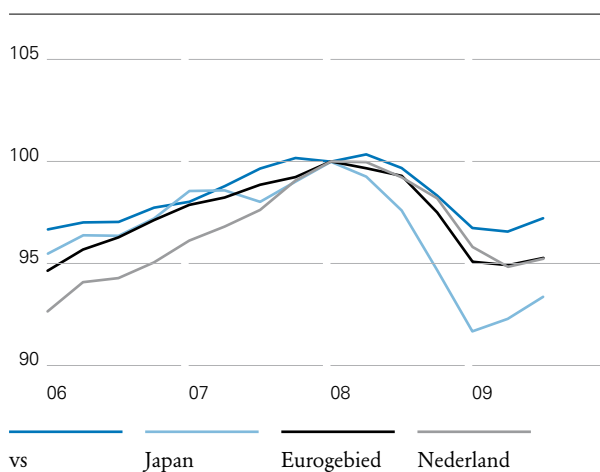
de kleinere economieën in Centraal en Oost-Europa, die door de zeer hoge private schulden kwetsbaar zijn gebleken en hun BBP nog veel verder hebben zien terugvallen dan de geïndustrialiseerde landen. Maar de meeste economieën in Azië en Latijns-Amerika zijn er beter aan toe. Daar is de financiële sector veelal nauwelijks geraakt, zijn de overheidsfinanciën beter op orde, en gaat de private sector onder een geringere schuldenlast gebukt. Landen zoals Brazilië, India en China kunnen daardoor weer gemakkelijk op het oude groeipad terugkeren. Met een hoge groei zetten zij hun inhaalproces voort, waardoor hun aandeel in de wereldeconomie dit jaar verder toeneemt. Zeker in het geval van China is het de vraag in hoeverre dit hoge groeipad houdbaar is, gegeven het ruime monetaire beleid, de sterke kredietgroei en de hoge investeringen. Daardoor ontstaat een risico van overcapaciteit.

Het krachtige herstel in de opkomende regio's heeft de groei in de rest van de wereld aangezwengeld. Zo is de huidige opleving in Japan en Duitsland mede terug te voeren op een hogere exportvraag uit opkomend Azië naar duurzame consumptiegoederen en kapitaalgoederen. Van de opkomende regio's zijn in de aankomende tijd echter geen wonderen te verwachten. Hun importvraag vormt maar een beperkt deel van de totale mondiale invoer, waardoor zij onmogelijk in staat zijn de gehele wereldeconomie voor langere tijd op sleeptouw te nemen.

Voor de meeste landen is het gevaar van meerdere achtereenvolgende jaren van krimp nu sterk afgenomen. Hierbij is behulpzaam geweest dat centrale banken de beleidsrente naar een naoorlogs dieptepunt hebben gebracht, het bankwezen van extra liquiditeiten hebben voorzien en (soms) extra schuld papier op de balans hebben genomen om de monetaire condities verder te verruimen. Dit zeer stimulerende beleid is passend in een economie die ver onder haar potentiële niveau presteert en waar het risico op inflatie gering is. Het budgettaire beleid heeft evenzeer een belangrijke stabiliserende rol vervuld. Terwijl de particuliere bestedingen ver zijn teruggevallen, werden de overheidsuitgaven in de afgelopen kwartalen in praktisch de gehele geïndustrialiseerde wereld stevig opgevoerd, ook voor tijdelijke doelen als werktijdverkorting en de stimulering van woning- en autoaankopen. Het langzaam terugkerende vertrouwen in de financiële wereld is mede te danken aan het crisismanagement van overheden. Zo is de situatie op de interbancaire geldmarkt in het afgelopen halfjaar geleidelijk genormaliseerd.

**Grafiek 1 Reëel BBP**

2008-1 = 100



Bron: Thomson Financial.

Tegelijkertijd blijven veel financiële markten kwetsbaar en is het financiële stelsel de gevolgen van de crisis nog niet volledig te boven.

*De internationale omgeving in 2009-2011*

De internationale omgeving heeft in een half jaar tijd een ander aanzien gekregen. Tabel 1 toont de belangrijkste internationale uitgangspunten die bij de huidige raming voor de Nederlandse economie in 2009-2011 zijn gehanteerd. De eurokoers, die net als de andere wisselkoersen over de horizon constant wordt gehouden op het niveau ten tijde van het afsluiten van deze raming, is hoger dan een half jaar geleden. Evenzo is de projectie voor de olieprijs, op basis van de prijzen van futures, verhoogd, wat samenhangt met de gunstigere internationale groeiverwachtingen, met name in de opkomende economieën. De korte (driemaands-) en lange (tienjarige) rente zijn tot slot afgeleid uit de renteverwachtingen van financiële markten. Zij sporen dus niet noodzakelijk met de rentevisie van het Eurosysteem.

Verreweg de belangrijkste bijstelling komt voort uit het sneller dan verwachte mondiale herstel. Het groeibeeld voor alle belangrijke Nederlandse handelspartners is verbeterd, zodat de relevante wereldhandel flink opwaarts is bijgesteld ten opzichte van de vorige raming. Het huidige herstel van de wereldhandel komt ongeveer een half jaar eerder dan waar destijds vanuit werd gegaan. Omdat tegelijkertijd de verwachtingen voor begin 2010 hoger zijn gestemd, ligt de huidige raming voor de relevante wereldhandel in 2010 zelfs 2 à 3 procentpunt hoger dan in de vorige raming. Voor 2011 zijn de bijstellingen van veel geringere omvang, doordat ook onzeker is in hoeverre het herstel zich ook

echt doorzet. Kortom, het internationale groeibeeld is voor de korte termijn (2009/2010) veel sterker verbeterd dan voor de langere termijn (2011).

De ommekeer in het voor Nederland relevante afzetgebied blijkt ook uit tal van conjunctuurindicatoren. Zo vertoont het producentenvertrouwen in diverse landen, zoals Duitsland, de vs en Japan, al sinds het begin van dit jaar een opwaartse trend. De voorlopende conjunctuurindicator van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (oESO) geeft aan dat in bijna alle ontwikkelde regio's de economische activiteit in een opgaande lijn zit, dan wel dat een omslag nabij is. Het eurogebied is volgens de voorlopende indicator van de oESO het omslagpunt al duidelijk gepasseerd, mede door de gunstige ontwikkelingen in Frankrijk en Italië. Het positieve beeld wordt bevestigd door de DNB-conjunctuurindicator voor het eurogebied, weergegeven in grafiek 2. Deze conjunctuurindicator raamt de economische vooruitzichten op grond van negen indicatoren, zoals de bouwvergunningen, de werkgelegenheidsverwachting in de detailhandel, de financiële situatie van consumenten en de geldhoeveelheid. De meeste componenten van deze indicator geven momenteel een duidelijke opgaande lijn weer.

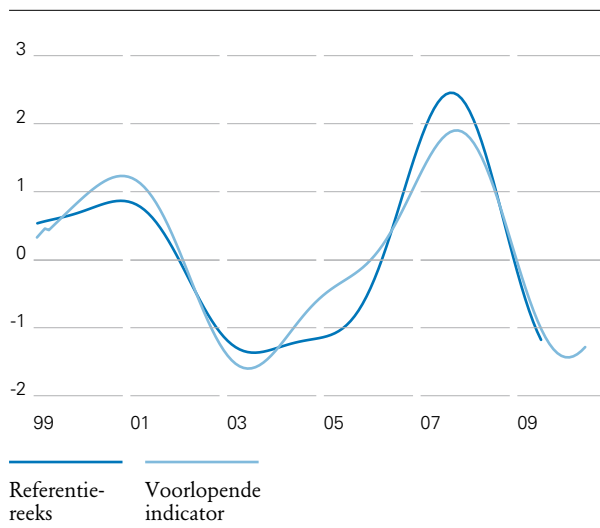
Het korte termijn beeld voor de internationale economie mag dan zijn verbeterd, de groei-impulsen zijn vooralsnog vooral van tijdelijke aard. Ten eerste is het sterke exportherstel in veel landen voor een belangrijk deel een correctie op de ver weggezakte export in het vierde kwartaal van 2008 en eerste kwartaal van 2009. In die periode stortte de wereldhandel in doordat de vraag naar duurzame consumptiegoederen en kapitaal-

**Tabel 1 Internationale uitgangspunten**

Procentuele veranderingen, tenzij anders vermeld

	2008	2009	2010	2011
Volume relevante wereldhandel <sup>1</sup>	2,2	-11,4	3,0	3,6
BBP-volume vs	0,4	-2,5	1,9	2,3
BBP-volume eurogebied	0,6	-4,1 - 3,9	0,1 - 1,5	0,2 - 2,2
BBP-volume opkomende economieën	5,6	1,2	4,8	5,3
Korte rente eurogebied (niveau, %)	4,6	1,2	1,2	2,4
Lange rente eurogebied (niveau, %)	4,2	3,7	3,9	4,3
Eurokoers (niveau, USD)	1,47	1,40	1,49	1,49
Olieprijs (niveau, UK Brent in USD per vat)	97,7	62,2	81,4	85,9

<sup>1</sup> Dit betreft het voor Nederland relevante wereldhandelsvolume van goederen en diensten.

**Grafiek 2 DNB-conjunctuurindicator eurogebied**

Toelichting: Een toenemende (afnemende) index betekent boven (beneden) potentiële groei.

goederen wegviel. Nu de rust is weergekeerd kan een inhaalslag worden gemaakt, waarbij eerder uitgestelde bestedingen alsnog worden verricht. Dit betekent echter niet dat die groei-impuls ook voor de jaren daarna aanhoudt. Ten tweede geven de overheidsmaatregelen nu voor korte tijd een impuls die op termijn zal wegvallen. De sloopregeling in de vs bijvoorbeeld, die verantwoordelijk is voor de helft van de groei in het derde kwartaal, is beëindigd. Ook in het eurogebied lopen veel nationale regelingen ter stimulering van de autoaankopen binnenkort af. Ten derde is de impuls uit de voorraadvorming slechts tijdelijk. Door de abrupte mondiale vraaguitval liepen de voorraden in het bedrijfsleven rond de jaarwisseling onverwacht sterk op. De voorraden zijn in de afgelopen kwartalen in snel tempo afgebouwd, wat de groei heeft gedrukt. Nu, aan het einde van de huidige voorraadcyclus, wordt de groeibijdrage kortstondig weer positief.

Voor een duurzaam herstel is nodig dat de tijdelijke vraagfactoren een steviger fundament krijgen. De binnenlandse vraag zal in veel oeso-landen echter maar moeizaam van de grond komen. Van de particuliere consumptie valt niet zo snel een robuuste impuls te verwachten zolang de situatie op de arbeidsmarkt nog verder verslechtert. Doordat het bedrijfsleven op dit moment volop in de kosten snijdt, zullen de werkgelegenheidsverliezen in de meeste landen nog oplopen, en zal de werkloosheid in die landen pas volgend jaar pieken, of zelfs nog later. Uit grafiek 3 blijkt hoezeer de arbeidsmarktreactie tussen landen in het oeso-gebied uiteenloopt, ondanks een min of meer vergelijkbare

terugval van het bbp. Niettemin ligt de werkloosheid in sommige landen, waaronder de vs, al op het hoogste niveau sinds meerdere decennia. Wat het herstel eveneens bemoeilijkt is dat de vermogens van de private sector in veel landen zwaar gehavend zijn. De financiële buffers van huishoudens, bedrijven, pensioenfondsen, banken en andere financiële instellingen zijn sterk gedaald. Het noodzakelijke herstel van de buffers drukt de bestedingen bij bedrijven en huishoudens. Ten slotte hebben ook de overheden en de financiële sector nog een aanpassingsproces voor de boeg, terwijl monetaire beleidsmakers voor de uitdaging staan om de verruimende maatregelen op het juiste moment terug te draaien. Enerzijds mag het economische herstelproces niet worden geschaad, anderzijds dient het vertrouwen van de internationale financiële markten te worden behouden.

Al met al betekent dit voor de internationale uitgangspunten in de raming dat de groei in de vs en het eurogebied tot aan het einde van de voorspelhorizon blijft steken onder de niveaus die voor de crisis gebruikelijk waren. De opkomende economieën zitten daarentegen in 2011 nog maar een fractie onder het oude groeiniveau.

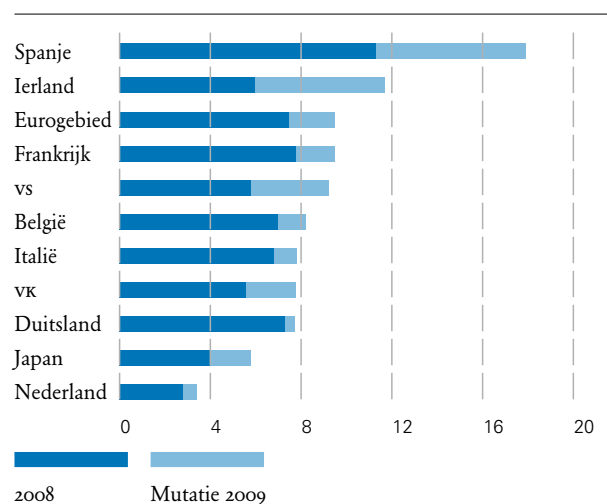
### Traag herstel van de Nederlandse economie

#### Een korte terugblik

Het Nederlandse bbp groeide in het derde kwartaal van 2009 met 0,4% ten opzichte van het voorgaande

**Grafiek 3 Werkloosheid in 2008-2009**

Procenten beroepsbevolking



Bron: Europese Commissie, European Economic Forecast, Autumn 2009.

kwartaal. Nederland is daarmee uit de recessie, na vier kwartalen van zware krimp. De aantrekkende activiteit was voornamelijk het gevolg van de grotere vraag uit het buitenland. In het derde kwartaal namen de exporten met 2,8% toe, terwijl de importen slechts met 1,5% stegen. Dit resulteerde in een groeibijdrage van de netto uitvoer van 1,1 procentpunt. Al tijdens de zomer dienden de eerste tekenen van een ommekeer zich aan, toen de export-orders flink toenamen en de industriële productie meerdere maanden achtereen groeide. Die positieve trend is in de afgelopen maanden voortgezet.

De binnenlandse vraag bleef echter ver achter bij de buitenlandse vraag. Weliswaar nam de overheidsconsumptie toe (1%), maar dat kon de sterke afname van de particuliere consumptie (-0,4%) en de bruto-investeringen (-2,5%) niet goedmaken. De particuliere consumptie heeft het dit jaar zwaar te verduren door de grotere spaardrift van Nederlandse huishoudens, samenhangend met de omslag op de huizenmarkt en de verslechterende arbeidsmarkt. De huizenprijzen zijn in de meeste regio's 5% lager dan een jaar geleden en

de werkloosheid is sindsdien ongeveer 1 procentpunt gestegen. De bruto investeringen vielen in het derde kwartaal terug, door verder afnemende bedrijfs- en woninginvesteringen. Beide type investeringen liggen circa 18% lager dan in het derde kwartaal van 2008. Voor de bedrijfsinvesteringen is dit te verklaren uit de zeer lage bezettingsgraad, de ongunstige afzetverwachtingen, de sterk afgenomen winstgevendheid en de grotere behoefte aan liquide middelen.

#### *Vooruitzichten: minder diepe recessie dan eerder geraamd*

De vooruitzichten voor de Nederlandse economie zijn weliswaar verbeterd, maar nog altijd aan de sombere kant. Het Nederlandse BBP krimpt in 2009 naar verwachting met 4,0%, waarna een langzaam herstel inzet, met een groei van 0,7% in 2010 en 1,2% in 2011 (tabel 2).

Toen de vorige DNB-raming werd opgesteld, waren de vooruitzichten nog negatiever en leken scenario's waarin de Nederlandse economie in 2010 een tweede jaar zou krimpen, niet uitgesloten. Grafiek 4 toont het kwartaalprofiel dat bij de raming behoort. Dat de

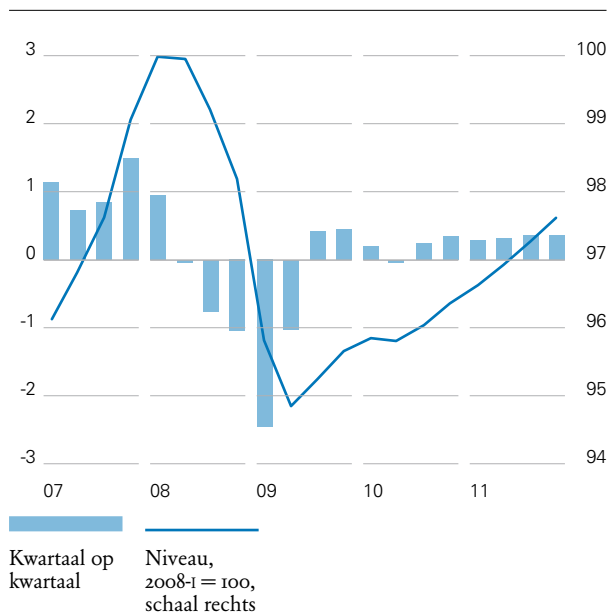
**Tabel 2 Kerngegevens basisprojectie Nederlandse economie**

Procentuele veranderingen, tenzij anders vermeld

	2008	2009	2010	2011
<b>Volume bestedingen en productie</b>				
Particuliere consumptie	1,3	-2,7	-0,1	1,4
Bruto investeringen in vaste activa	4,9	-12,1	-4,0	-0,5
w.v. bruto investeringen woningen	0,9	-12,1	-4,9	0,0
bruto investeringen bedrijven (exclusief woningen)	6,6	-16,8	-6,3	2,1
bruto investeringen overheid	6,2	3,5	3,5	-7,3
Uitvoer goederen en diensten	2,7	-8,9	4,1	3,9
Invoer goederen en diensten	3,7	-9,3	3,0	3,6
Bruto binnenlands product	2,0	-4,0	0,7	1,2
<b>Lonen en prijzen</b>				
Contractloon per werknemer bedrijven	3,4	2,8	1,0	0,7
Loonsom per werknemer bedrijven	3,4	1,6	1,5	0,9
Geharmoniseerde consumentenprijsindex	2,2	1,0	0,2	0,7
<b>Arbeidsmarkt</b>				
Werkgelegenheid (personen, groei)	1,5	-1,1	-2,4	-0,8
Arbeidsaanbod (personen, groei)	1,0	-0,4	-0,5	0,5
Werkloosheid (personen, *1000)	244	303	468	577
<b>Collectieve sector</b>				
EMU-vorderingensaldo (niveau, % bbp)	0,7	-5,0	-6,3	-6,1
Bruto schuld (niveau, ultimo, % bbp)	58,2	62,5	68,3	72,6

**Grafiek 4 Economische groei Nederland**

Procentuele mutaties



Bron: CBS en DNB.

vooruitzichten somber blijven, blijkt wel uit het feit dat de kwartaal-op-kwartaal groei de gehele horizon onder 0,4% blijft. Eind 2011 ligt het BBP daardoor nog altijd meer dan 2% onder het niveau van eind 2007.

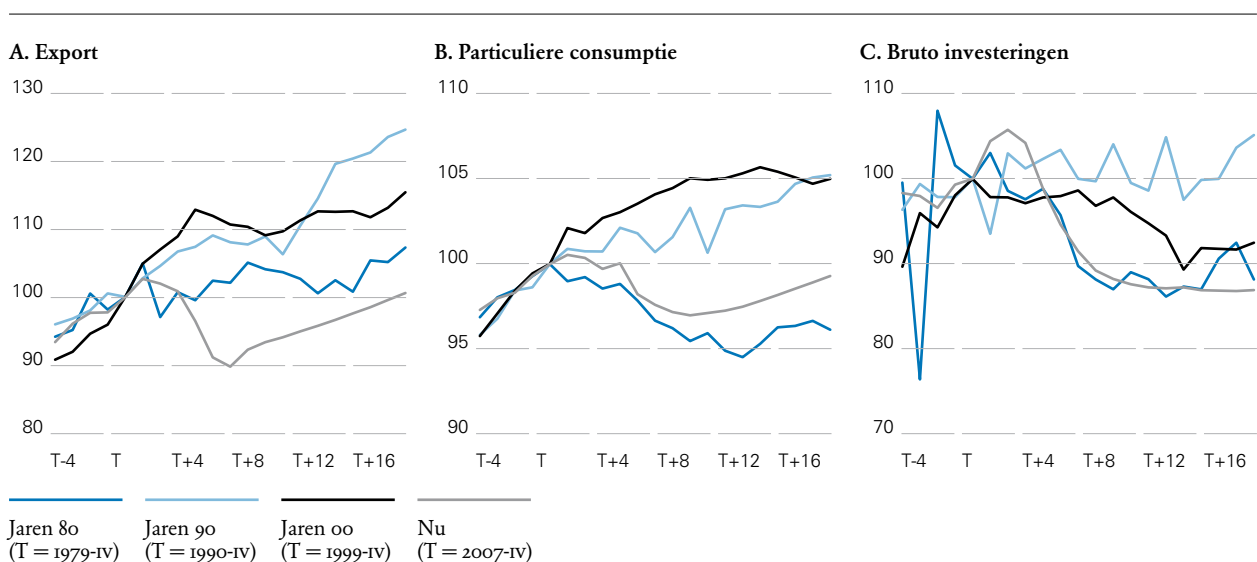
Dat de wereldhandel op korte termijn veel krachtiger aantrekt dan destijds werd voorzien, is de belangrijkste reden voor de wat minder negatieve vooruitzichten. In de huidige raming komt het uitvoervolume

van goederen en diensten in 2009 8,9% lager uit dan in 2008, waarna herstel optreedt met een groei van 4,1% in 2010 en 3,9% in 2011. De geraamde uitvoergroei ligt iets boven de groei van de relevante wereldhandel door de relatief gunstige prijsconcurrentiepositie. In de vorige raming volgde na een sterkere uitvoerkrimp in 2009 een verdere krimp in 2010.

De vooruitzichten voor de binnenlandse vraag zijn weliswaar ook iets verbeterd, maar blijven weinig optimistisch. Zo krompen de bedrijfsinvesteringen (exclusief woningen) zowel dit jaar als het komend jaar, om pas in 2011 weer aan te trekken. Voor de woninginvesteringen wordt voor de gehele ramingshorizon nog geen groei voorzien. De extra overheidsinvesteringen van 2009 en 2010 komen in 2011 niet terug. In percentage van het BBP bevinden de bruto investeringen zich aan het einde van de ramingshorizon op het laagste niveau ooit. De particuliere consumptie herstelt al iets eerder. Na een daling met 2,7% in 2009 volgt een stabilisatie in 2010 en een gematigde groei van 1,4% in 2011. Het zwakke consumptieprofiel hangt grotendeels samen met de teleurstellende ontwikkeling van het reëel beschikbaar inkomen. De reële beloning per werknemer blijft door de lage inflatie in 2009 goed op peil, maar daalt in latere jaren in lijn met de voorziene contractloonmatiging. Daarnaast staan inkomens onder druk omdat mensen die werkloos worden terugvallen op een uitkering en door de daling van het winstinkomen van zelfstandigen in 2009, die minder uren maken. Dat de particuliere consumptie in 2011 weer iets aantrekt, is het gevolg van een lichte daling van de besparingen.

**Grafiek 5 Huidige cyclus in perspectief**

Index



**Grafiek 6 Nederlandse werkloosheid**

Procenten beroepsbevolking



Bron: CBS, DNB en Eurostat.

Om de huidige neergang in perspectief te plaatsen vergelijkt grafiek 5 de raming voor de uitvoer, particuliere consumptie en investeringen met drie eerdere conjunctuurcycli (ten opzichte van de piek van de vorige cyclus). De huidige neergang vertoont verreweg de grootste gelijkheid met de economische crisis van begin jaren tachtig, al zijn er wel duidelijke verschillen. Zo is de uitvoer recentelijk veel abrupter en verder teruggevallen dan toen (grafiek 5a), waardoor het niveau eind 2011 nog niet volledig hersteld zal zijn. In de jaren tachtig was de uitvoerontwikkeling zeer matig door de verzwakte prijsconcurrentiepositie, en duurde het even voordat de collectieve loonmatiging hierin verbetering kon brengen. Nu zijn er minder problemen met de prijsconcurrentiepositie, waardoor de uitvoergroei gemakkelijker van de internationale opleving kan profiteren. Het beeld voor de investeringen is heel vergelijkbaar (grafiek 5c), maar dat voor de particuliere consumptie is duidelijk minder dramatisch dan begin tachtig (grafiek 5b). Destijds verkeerde de huizenmarkt in zwaarder weer en liep de werkloosheid veel hoger op.

*Minder vergaande arbeidsmarktaanpassingen*

Historisch gezien is het huidige niveau van de werkloosheid nog altijd zeer laag en ver verwijderd van de top van begin jaren tachtig, zoals blijkt uit grafiek 6. In deze grafiek staat de werkloosheid afgebeeld volgens de

twee meest gebruikelijke definities voor de werkloosheid. In de DNB-raming staat de werkloosheid volgens de definitie van de International Labour Organisation (ILO) centraal, omdat dit de standaardmaatstaf is binnen het Eurosysteem en de Europese Commissie. De ILO-werkloosheid ligt in het derde kwartaal op 3,5% van de beroepsbevolking. Dat is ruim onder het niveau van de werkloze beroepsbevolking van 5,2%. Deze laatste maatstaf speelt vooral een rol in de Nederlandse beleidsdiscussie. Tot nog toe heeft de Nederlandse arbeidsmarkt zich opmerkelijk goed gehouden. Het verlies aan werkgelegenheid is relatief het grootst in de zakelijke dienstverlening, vooral door het verlies van uitzendbanen. De gedwongen ontslagen liggen nog altijd op een lager niveau dan tijdens het dieptepunt van de vorige cyclus, wat gezien de zeer sterke BBP-terugval opmerkelijk is. Ook zijn de arbeidsmarktaanpassingen in Nederland zowel in termen van werkgelegenheidsverlies als in termen van het oplopen van de werkloosheid beperkter dan in het eurogebied.

Dat de werkloosheid minder is opgelopen dan eertijds werd gevreesd, valt op verschillende manieren te verklaren. Allereerst is er een sterk discouraged worker effect mede doordat schoolverlaters en studenten de toetreding tot de arbeidsmarkt blijken uit te stellen. In 2009 neemt het arbeidsaanbod daardoor met bijna 0,4% af. Daarnaast valt het werkgelegenheidsverlies in 2009 ongeveer 1 procentpunt lager uit dan waarmee was gerekend. Bedrijven zijn door de krappe arbeidsmarkt in de uitgangssituatie lang doorgestaan met het werven van personeel. De restanten van de gespannen arbeidsmarkt zijn zichtbaar in het feit dat het aantal vacatures weliswaar is gehalveerd maar met bijna 130 duizend nog altijd ruim boven het dieptepunt van de vorige laagconjunctuur ligt (90 duizend vacatures in het derde kwartaal van 2003). Ook de werkgelegenheid in uren is sterker terug gebracht dan in personen. Hierbij spelen drie factoren een rol. Allereerst konden door de regeling voor de deeltijd-ww meer mensen hun baan behouden, terwijl zij minder uren werkten. Ten tweede is er een grotere contractuele flexibiliteit in het aantal gewerkte uren (door overwerk en variabel aantal vrije dagen) dan in het aantal personen. Het aantal uren kan worden teruggebracht zonder dat er ontslagen hoeven te vallen. Tot slot is de inhuur van zelfstandigen sterk teruggebracht, met als gevolg dat die categorie werkenden minder declarabele uren maakt.

Nu het reorganisatieproces in sommige sectoren, zoals de bouwnijverheid en de financiële sector, werkelijk op gang komt, loopt het werkgelegenheidsverlies verder op. De krimp van de werkgelegenheid versnelt

van 1,1% in 2009 tot 2,4% in 2010. In 2011 blijven de bedrijven, ondanks het economische herstel, huiverig om nieuwe werknemers aan te nemen en neemt de werkgelegenheid nog altijd af met 0,8%. Bij dit werkgelegenheidsverlies, en een krimp van het arbeidsaanbod, loopt de ILO-werkloosheid over de voorspelhorizon op van 3,4% in 2009 naar 5,4% in 2010 en 6,5% in 2011. Dat niveau ligt ruimschoots boven het hoogtepunt van 4,9% in de voorgaande cyclus. Dit zijn zonder meer forse arbeidsmarktaanpassingen, al schieten die aanpassingen vanwege de verbeterde groeivoorzichten minder ver door dan in de vorige raming werd voorzien.

De groei van de contractlonen is afgezwakt van een niveau van meer dan 3,5% in 2008 tot ongeveer 2,5% nu. Omdat in de aankomende tijd relatief veel nieuwe CAO's zullen worden afgesloten, daalt de contractloongroei al snel, onder invloed van de verslechterende arbeidsmarkt. Door de lage inflatie en de zeer negatieve productiviteitsontwikkeling is de loonruimte in de komende jaren beperkt. In de raming ligt de contractloontwikkeling in 2011 ruim onder de 1%.

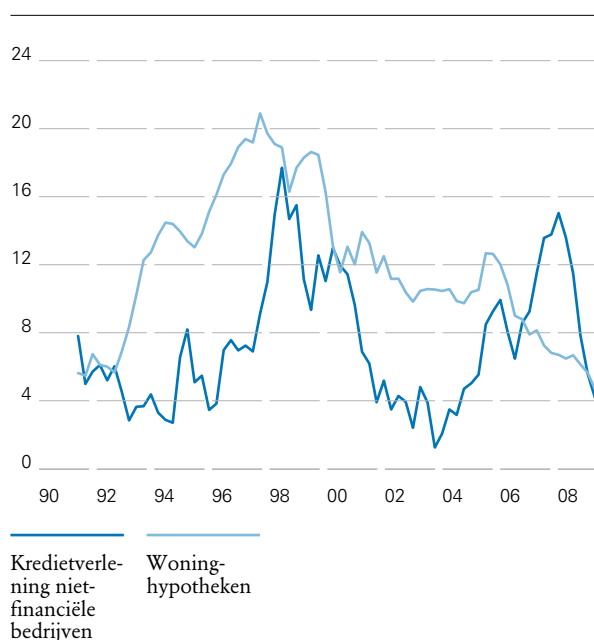
#### *Gematigde inflatie en verslechterde overheidsfinanciën*

De Nederlandse inflatie lag lange tijd lager dan de inflatie in het eurogebied, maar sinds begin 2009 is dat omgekeerd. Dit houdt vooral verband met de energieprijzen. De daling van de olieprijs, in het spoor van de vrije val van de wereldeconomie een jaar geleden, wordt in Nederland met een grotere vertraging doorgegeven in lagere energieprijzen dan in de rest van het eurogebied. Daardoor dalen de energieprijzen in 2009 en 2010. Evenzo leidt de recente stijging van de olieprijs, door de oplevende wereldeconomie, in 2011 weer tot een stijging van de energieprijzen. Tegelijkertijd neemt de binnenlandse inflatiedruk onder invloed van de zwakke economische activiteit af. De overcapaciteit bemoeilijkt prijsverhogingen op straffe van een verlies aan marktaandeel. De noodzaak tot hogere prijzen wordt ook iets weggenomen door de daling van de loonkosten in 2010 en 2011, waardoor de winstmarge al substantieel verbetert. Om deze redenen daalt de inflatie van de niet-energie goederen en diensten tot onder de 0,5%. Samen genomen leiden de prijsontwikkelingen van energie en van de overige goederen en diensten ertoe dat de inflatie in 2009-2011 voortdurend onder 1% blijft.

De raming voor de overheidsfinanciën gaat uit van de Miljoenennota. Als gevolg van de stijgende overheidsuitgaven, dalende inkomsten en noodzakelijke steunoperaties aan de financiële sector is de schade aan de overheidsfinanciën groot. De schuldquote stijgt met meer dan 14 procentpunt tussen 2008 en 2011, tot een

### Grafiek 7 Kredietverlening niet-financiële bedrijven en woninghypotheken

Procentuele jaarmutaties



niveau van 72,6% BBP. Het EMU-saldo verslechtert van 0,5% in 2008 tot -5,0% in 2009, en -6,3% in 2010, waarna een verbetering van 0,2 procentpunt optreedt tot een EMU-saldo in 2011 van -6,1%, voornamelijk doordat de overheid in dat jaar naar verwachting haar investeringen terugschroeft. Door de betere groeiverwachtingen en de hogere olieprijs, die tot hogere aardgasbaten leidt, is het beeld voor de tekortontwikkeling iets gunstiger dan een half jaar geleden.

#### *Dalende kredietverlening aan bedrijven niet uit te sluiten*

Na enkele jaren van sterke groei is de zakelijke kredietgroei sinds medio 2008 sterk afgenomen. Dit blijkt uit grafiek 7. De jaar-op-jaargroei, tot voor kort nog in de dubbele cijfers, stevent af op de nullijn. Voor de kredietverlening aan huishoudens is de omslag minder groot geweest, maar zijn de gevolgen van de economische crisis eveneens zichtbaar. Grafiek 7 toont hoe de groei van de bancaire woninghypotheken inmiddels op het laagste niveau sinds begin jaren negentig ligt.

De kanteling in de groei van krediet komt voor een belangrijk deel voort uit het feit dat het aantal woningtransacties is gedaald en er minder bedrijfsinvesteringen hoeven te worden gefinancierd. Daardoor loopt de kredietvraag snel terug. Dat blijkt bijvoorbeeld uit de Bank Lending Survey (BLS), een enquête waarin banken

onder meer wordt gevraagd naar de waargenomen en de verwachte kredietvraag van bedrijven en van huishoudens. Sinds het begin van 2009 ziet in alle categorieën de meerderheid van de banken een afname van de vraag over het laatste kwartaal. Naast dergelijke enquête-uitkomsten kan ook op basis van modelmatige analyses het belang van de vraagzijde van de markt voor de daling van de kredietgroei worden vastgesteld. Zo blijkt de ontwikkeling van de zakelijke kredietverlening samen te hangen met het BBP en de bedrijfsinvesteringen. Verder spelen kostenfactoren, zoals rentestanden, en de toegang tot andere financieringsvormen, zoals ingehouden winsten, een belangrijke rol. Op basis van deze verbanden kan ook vooruitgekeken worden, hoewel dit uiteraard met de nodige onzekerheid omgeven is.

Gegeven de DNB-raming voor de Nederlandse economie in 2009-2011 is puur op basis van bovenstaande vraagfactoren niet uit te sluiten dat de zakelijke kredietverlening gedurende enige tijd zal dalen. Dit hangt sterk samen met de laagconjunctuur. De bezettingsgraad blijft naar verwachting de komende jaren laag, zodat bedrijven nog weinig prikkels hebben om uitbreidingsinvesteringen te doen. Het is daarom mogelijk dat de groei van de kredietverlening achter gaat lopen bij die van het BBP. Een dergelijke vertraging tussen het economische herstel en een opleving van de kredietverlening is ook historisch gezien niet ongebruikelijk. Naast de lage investeringen kan ook een verbetering van bedrijfswinsten dempend op de kredietgroei werken, omdat bedrijven dan meer intern kunnen financieren. Over de raminghorizon wordt een herstel van deze winsten voorzien, mede omdat bedrijven de arbeidskosten terug brengen.

Naast de vraagzijde is het ook mogelijk dat de aanbodzijde van de kredietmarkt een rol zal spelen bij de ontwikkeling van de kredietverlening. Zo blijkt uit de BLS dat banken hun voorwaarden hebben aangescherpt, door een hogere rente te vragen of door meer onderpand te eisen bij een lening. Voor kredietverlening aan bedrijven begon de verscherping eind 2007, terwijl de criteria voor huishoudens in de loop van 2008 aangescherpt zijn. De verscherping vond op brede schaal plaats. Zo gaven in het eerste kwartaal van 2009 alle ondervraagde banken aan hun criteria voor kredietverlening aan het bedrijfsleven verscherpt te hebben. Sindsdien is het netto percentage verscherpingen overigens wel weer aan het afnemen.

Dat banken hun voorwaarden aanscherpen hoeft niet te betekenen dat zij de kredietkraan dichtdraaien. Ten gevolge van de crisis is de kredietwaardigheid van

diverse bedrijven en huishoudens in het gedrang gekomen. Zo is het aantal faillissementen van bedrijven gestegen, terwijl huizen – het onderpand voor hypotheken – aan waarde hebben verloren. De raming voorziet voorts nog een verdere stijging van dewerkloosheid, waardoor de betrokken huishoudens een financiële terugslag te verwerken krijgen. Vanuit deze overwegingen is het niet onlogisch dat banken hun leenvoorwaarden hebben aangescherpt. Maar naast deze ‘normale’, conjunctuur-gedreven aanscherping kunnen ook de bijzondere omstandigheden in de financiële sector een rol gaan spelen. Banken die zwaar geraakt zijn in de crisis, zullen hun balansen willen saneren. Dit is een traag proces, ook omdat bedrijven op basis van eerder afgesloten kredietlijnen nog toegang hebben tot bankfinanciering. Mocht op termijn de beschikbaarheid van krediet worden beperkt, zodat zelfs bedrijven met goede vooruitzichten geen nieuw krediet meer kunnen verkrijgen, zelfs tegen minder gunstige voorwaarden, dan kan men van kredietrantsoenering spreken.

Tegelijkertijd blijft het van belang om te beseffen dat een eventueel lager volume van de kredietverlening niet automatisch duidt op rantsoenering. Immers, wat betreft de zakelijke kredietverlening indiceren diverse conjuncturele factoren al dat een daling de komende twee jaren niet valt uit te sluiten. Wel blijft de mogelijkheid van rantsoenering aanwezig, zeker voorbij de huidige ramingsperiode. Juist als vanaf de tweede helft van 2011 de economie weer wat steviger op haar benen komt te staan en gezinnen en bedrijven meer willen gaan besteden, zal de kredietvraag aantrekken. Bij een onvolledige herstructurering van de balansen zouden banken echter op dat moment wellicht nog niet in de positie kunnen zijn om volledig aan de hernieuwde vraag te voldoen. Indien overheden bovendien na 2011 er onvoldoende in slagen de begrotingstekorten terug te dringen, zou het vraagoverschot in de kredietmarkt nog groter kunnen worden. In dat geval zou het gebrek aan krediet een beperkende factor kunnen worden voor verder breed gedragen economisch herstel.

# Recente ontwikkelingen in de financiële sector

*In het derde kwartaal werd Nederland geconfronteerd met het faillissement van DSB Bank. De overige banken zijn hun kapitaalpositie op verschillende manieren aan het versterken. ABN AMRO en ING zagen zich geplaagd door maatregelen van de Europese Commissie. Bij de levensverzekeraars en schadeverzekeraars is de nieuwe productie verder afgenomen. In de pensioensector was sprake van verder herstel, hoewel de meeste fondsen nog steeds een reservecort hebben.*

## Ontwikkelingen in het bankwezen

### Resultaten Bankwezen

Het bedrijfsresultaat na belastingen van banken is in het derde kwartaal marginaal verbeterd (zie tabel 1). De resultaten blijven onder druk staan door toevoegingen aan de post voorzieningen die in historisch perspectief nog altijd hoog zijn. In de post voorzieningen reserveren banken voor verwachte verliezen op hun portefeuilles. De bedrijfslasten vertonen over de hele linie een

dalende trend, maar dat geldt niet voor elke bank. De provisiebaten zijn, net als in de eerste twee kwartalen van 2009, wat lager dan voorheen.

### Faillissement DSB Bank

Op 12 oktober 2009 is door de rechtbank de noodregeling van toepassing verklaard op DSB Bank, omdat de liquiditeit van DSB Bank zich op gevaarlijke wijze ontwikkelde en er geen vooruitzicht was op een verbetering. De noodregeling houdt in dat de rechtbank bewindvoerders aanstelt om het geheel of een gedeelte van de verbintenissen van de bank over te dragen en/of om de bank geheel of gedeeltelijk te liquideren. De bewindvoerders hebben in de week van 12 tot 19 oktober 2009 geprobeerd een overnamekandidaat te vinden voor DSB Bank. Dit is niet gelukt vanwege de grote onzekerheid rond mogelijke claims ten aanzien van DSB Bank, in verband met overkreditering en gebrekkige nakoming van de zorgplicht, en mogelijke verliezen op verstrekte kredieten. De rechtbank heeft vervolgens op 19 oktober 2009, op verzoek van de bewindvoerders, het faillisse-

**Tabel 1 Resultaten Nederlands bankwezen<sup>1</sup>**

Miljarden euro's

	2008				2009		
	I	II	III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Totaal baten	11,8	10,6	9,6	-11,9	11,3	11,0	10,7
- Netto Rentebaten	8,1	6,6	7,8	8,6	7,6	7,5	7,2
- Netto Provisiebaten	2,7	2,8	2,6	2,8	2,3	2,4	2,4
- Opbrengst uit effecten en deelnemingen	0,3	0,3	0,0	-1,0	-0,1	-0,1	0,4
- Resultaat uit financiële transacties	-1,4	-0,6	-2,6	-23,3	0,6	0,3	0,6
- Overige baten	2,0	1,5	1,7	1,0	0,8	0,9	0,0
Totaal lasten	10,6	9,6	11,2	18,5	11,0	11,9	11,1
- Bedrijfslasten	9,5	8,5	9,4	9,6	7,9	7,8	7,2
- Voorzieningen	1,0	1,1	1,8	8,9	3,1	4,1	3,9
Operationeel resultaat voor belastingen	1,2	1,0	-1,6	-30,4	0,3	-0,9	-0,3
Belastingen bedrijfsresultaat	0,2	0,1	-0,7	-2,1	0,1	-0,3	-0,4
Operationeel bedrijfsresultaat na belastingen	1,0	0,9	-0,9	-28,3	0,2	-0,6	0,0
Winst/verlies ivm beëindiging activiteiten	0,0	5,8	10,7	0,0	0,0	0,1	0,0
Bedrijfsresultaat na belastingen	1,0	6,6	9,8	-28,3	0,2	-0,5	0,0

<sup>1</sup> Cijfers worden beïnvloed door het transformatieproces van ABN AMRO.

<sup>2</sup> Voorlopige cijfers.

ment van DSB Bank uitgesproken. De bewindvoerders aangesteld voor de noodregeling, zijn daarbij benoemd tot curatoren in het faillissement van DSB Bank. Op 21 oktober 2009 is, op verzoek van DSB Beheer, tevens het faillissement van DSB Beheer uitgesproken.

DSB Bank was een kleine Nederlandse bank met activa ter waarde van zo'n EUR 8 miljard, waarvan bijna EUR 3 miljard extern gesecuritiseerd. De activa van DSB Bank bestaan vooral uit hypotheekleningen (EUR 4,2 miljard) en consumentleningen (EUR 2,4 miljard). Daarnaast verkochten andere dochtermaatschappijen van DSB Beheer verzekeringsproducten, waaronder koopsompolissen, via DSB Bank. DSB Bank was in zeer beperkte mate internationaal actief; de bank verstreekte hypotheekleningen en consumentleningen in België ter waarde van EUR 290 miljoen en in Duitsland ter waarde van EUR 130 miljoen. Buiten Nederland zijn geen spaargelden aangetrokken.

Op 19 oktober 2009 heeft De Nederlandsche Bank het depositogarantiestelsel in werking gesteld. Rekeninghouders van DSB Bank konden tot 4 november onder bepaalde voorwaarden een aanvraag indienen voor een voorschot van maximaal 3.000 euro op de vergoeding onder het depositogarantiestelsel. Vanaf 2 december kunnen rekeninghouders een aanvraag doen voor een vergoeding onder het depositogarantiestelsel in te dienen en in de week van 7 december start de uitbetaling. De meeste rekeninghouders die tijdig een digitale aanvraag doen zullen, indien zij daarvoor in aanmerking komen, nog voor de Kerst de uitkering krijgen.

#### *Versteving kapitaalpositie*

In reactie op de stabilisatie van de financiële markten en het verbeterde beurssentiment hebben enkele Nederlandse banken nieuw kapitaal van private partijen aangetrokken of zijn voornemens dit te doen. Daarnaast hebben enkele banken recentelijk hun kapitaalpositie kunnen verstevigen door verkoop van bedrijfsonderdelen boven de boekwaarde. Voorts vergroten banken de winstgevendheid door kostenreductie en/of het verminderen van de uitkering van dividend.

De balansversterking stelt banken in staat om eventueel verkregen kapitaalinjecties van de Nederlandse Staat gedeeltelijk terug te betalen. Aan terugbetaling van ontvangen steun zijn bepaalde voorwaarden verbonden. DNB zal erop toezien dat de solvabiliteit van instellingen blijft voldoen aan de minimale vereisten. De Nederlandse instellingen lopen met de versteviging van hun kapitaalpositie tevens vooruit op de aangekondigde veranderingen in het Bazel II kapitaalraamwerk (zie ook het artikel over het Bazels raamwerk elders

in dit Kwartaalbericht). Deze veranderingen behelzen onder andere dat een meer conservatieve definitie gaat gelden voor bankkapitaal, waardoor banken relatief meer kapitaal van hoogwaardige kwaliteit dienen aan te houden en aldus het risicodragende vermogen van hun kapitaal vergroten.

#### *Remedies Europese Commissie*

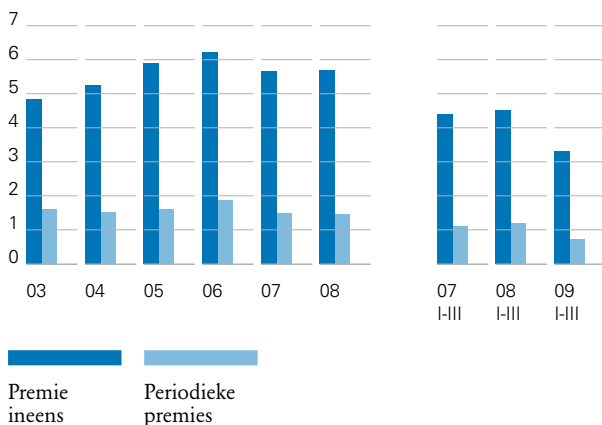
De Europese Commissie heeft in haar rol als bewaker van eerlijke concurrentieverhoudingen aan enkele Nederlandse financiële instellingen beperkende voorwaarden opgelegd. Deze beperkende voorwaarden staan ook wel bekend als de EC Remedies.

Bij de overname van delen van ABN AMRO door Fortis speelde een mogelijke beperking van de mededinging binnen het MKB-marktsegment. Aan de integratie van Fortis Bank Nederland en ABN AMRO heeft de Commissie daarom de eis verbonden dat bepaalde bedrijfsonderdelen binnen dit segment worden afgestoten aan een derde partij. In november heeft de Staat daartoe een principeakkoord met Deutsche Bank gesloten over de verkoop van Nederlandse activiteiten van ABN AMRO op het gebied van factoring en commercial banking. Het betreft hier vooral frontofficeactiviteiten; de backofficeactiviteiten zoals administratieve verwerking blijven achter bij ABN AMRO. Met dit akkoord is een belangrijke stap gezet richting een snelle afronding van de EC remedy.

De Europese Commissie toetst tevens of steunoperaties van overheden aan financiële instellingen niet resulteren in bovenmatige verstoring van de concurrentieverhoudingen. Deze beoordeling is lastig wanneer er sprake is van marktfalen, zoals tijdens de kredietcrisis het geval was. Duidelijk is dat steunoperaties beperkt dienen te blijven tot het noodzakelijke minimum, tijdelijk van aard dienen te zijn en alleen mogen worden verleend aan instellingen die levensvatbaar zijn. In dit kader heeft de Europese Commissie besloten om beperkende voorwaarden te stellen aan ING, aangezien ING een kapitaalinjectie en een garantiefaciliteit inzake haar Alt-A portefeuille (Amerikaanse hypotheekportefeuille) van de Nederlandse Staat heeft ontvangen. De Europese Commissie heeft geoordeeld dat ING moet afslanken middels de verkoop van bedrijfsonderdelen en dat ING een hogere garantievergoeding aan de Nederlandse Staat moet betalen voor het gebruik van de garantiefaciliteit.

## Grafiek 1 Nieuwe productie individuele levensverzekeringen

Miljarden euro's



## Ontwikkelingen in de verzekeringssector

### Resultaten verzekeringssector

De Nederlandsche Bank heeft, gelet op de huidige economische omstandigheden, besloten vooruitlopend op Solvency II een algemene kwartaalrapportage voor verzekeraars in te voeren. De eerste rapportages, die zijn uitgevraagd over het tweede kwartaal van 2009, laten zien dat de gemiddelde solvabiliteit van verzekeraars in het eerste halfjaar van 2009 is toegenomen naar 232% voor levensverzekeraars en 248% voor schadeverzekeraars. Eind 2008 bedroeg de solvabiliteit nog respectievelijk 209% en 237%.

Het totale netto resultaat van levensverzekeraars over het eerste halfjaar 2009 was EUR 142 miljoen, vooral dankzij de positieve beleggingsopbrengsten op de sinds maart 2009 herstellende financiële markten. Maar in de sector tekenen zich de laatste maanden ook minder positieve ontwikkelingen af. De dalende trend in nieuwe productie van levensverzekeringproducten zet door. In de eerste drie kwartalen van 2009 zijn veel minder individuele levensverzekeringen verkocht dan voorgaande jaren gebruikelijk was (zie grafiek 1). De dalende verkoop is een gevolg van een combinatie van een aantal factoren; de woekerpolis affaire, de financiële crisis, de dalende hypotheekmarkt, en de introductie van substitutieproducten als banksparen.

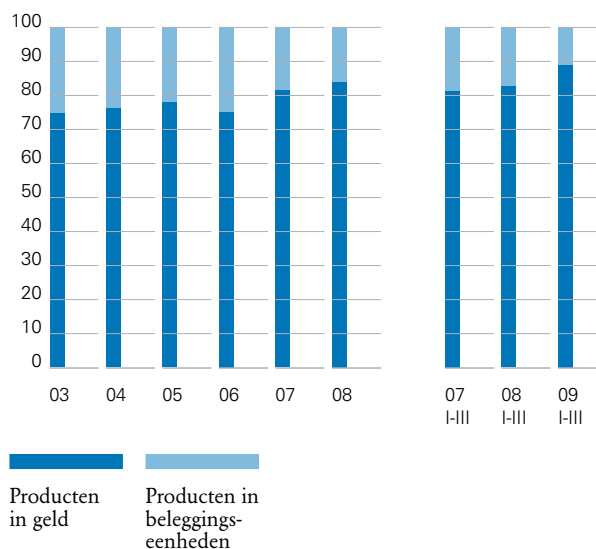
In grafiek 2 is te zien dat naast een daling van de nieuwe productie ook een verschuiving plaatsvindt van beleggingsproducten naar garantieproducten (producten met een gespecificeerde minimumwaarde). Naar

aanleiding van de woekerpolis affaire die speelde in 2006 was een dergelijke verschuiving al te zien. De financiële crisis heeft het vertrouwen in beleggingsproducten opnieuw doen afnemen. Dergelijke verschuivingen zijn van invloed op het risicoprofiel van verzekeraars. Waar beleggingsverliezen bij beleggingsproducten meestal voor rekening van de polishouder zijn, is het risico in het geval van garantieproducten voor de verzekeraar. Verzekeraars zullen de garanties goed moeten inprijzen in de premies.

Schadeverzekeraars behielden een positief netto resultaat van EUR 1,15 miljard over het eerste halfjaar van 2009. Niettemin staat ook de schadesector onder druk. Vooral motorrijtuigenverzekeraars ondervinden de gevolgen van de recessie. De verkoop van nieuwe personenauto's is ook de laatste maanden relatief laag, terwijl juist de nieuwe verkopen belangrijk zijn voor de premieomzet van motorrijtuigenverzekeraars. Bovendien kunnen klappen in de transportsector in de toekomst mogelijk tot omzetverlies leiden. Voor brandverzekeraars heeft de aanhoudende hoge schade volgend uit grote branden, gevolgen voor de winstgevendheid. Daarnaast stoppen schadeverzekeraars vanaf 1 januari 2010 met stilzwijgende verlenging van verzekeringen. Dit kan polishouders aanzetten tot 'shoppen'. Verzekeraars worden mogelijk dus niet alleen geconfronteerd met een dalende vraag, maar ook met een hogere prijselasticiteit van de vraag. Deze ontwikkelingen kunnen de winstmarges drukken.

## Grafiek 2 Aandeel beleggingsproducten in nieuwe productie individuele levensverzekeringen

Procenten



### Ontwikkelingen in Solvency II

Solvency II is erop gericht de financiële eisen aan verzekeraars beter te laten aansluiten op de risico's die ze lopen. Het Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS) adviseert de Europese Commissie over de vormgeving van Solvency II, en heeft in november een groot deel van haar adviezen gepubliceerd (zie [www.ceiops.eu](http://www.ceiops.eu)). Solvency II brengt ingrijpende veranderingen in het toezicht met zich mee. DNB publiceerde eind oktober een consultatiedocument over de implementatie van Solvency II in Nederland, waarin zij benadrukt dat het van groot belang is dat verzekeraars de voorbereidingen in een voortvarend tempo doorzetten dan wel aanvangen. Overigens zal Solvency II niet van toepassing zijn op natura-uitvaartverzekeraars en kleine verzekeraars (met een premie-inkomen lager dan 5 miljoen en technische voorzieningen lager dan 25 miljoen) die geen aansprakelijkheid, krediet of borgstelling verzekeren, noch herverzekeringsactiviteiten hebben. DNB en het Ministerie van Financiën onderzoeken momenteel, in overleg met de sector, een adequaat regime voor deze verzekeraars.

### Verhoging solvabiliteits eis zorgverzekeraars

Om een doelmatiger zorgstelsel te realiseren, werkt het Ministerie van vws aan versterking van de marktprikkels. Hiertoe worden de zogenoemde 'ex post vereveningsmechanismen' uit hoofde van de Zorgverzekeringwet geleidelijk afgebouwd. Dit heeft tot gevolg dat de risico's voor individuele zorgverzekeraars toenemen. DNB heeft

naar aanleiding van de afspraken over het risicovereveningsmodel 2010 de Minister van Financiën geadviseerd de solvabiliteits eis te verhogen van 8% naar 9% met ingang van 1 januari 2010. Deze verhoging onder het Solvency I regime loopt vooruit op het meer risicogebaseerde solvabiliteitsraamwerk Solvency II, dat in 2012 ingevoerd wordt. De Minister van Financiën heeft dit advies overgenomen en een ministeriële regeling gepubliceerd. De zorgverzekeraars voldoen momenteel ook aan deze nieuwe minimumeis, zodat deze verhoging geen directe premieconsequenties hoeft te hebben voor 2010. Bij toenemende risicodragendheid, Naarmate verzekeraars meer risico's moeten dragen, onder meer vanwege de verdere afbouw van risicoverevening, zijn verdere verhogingen van de solvabiliteits eis in de toekomst niet uit te sluiten.

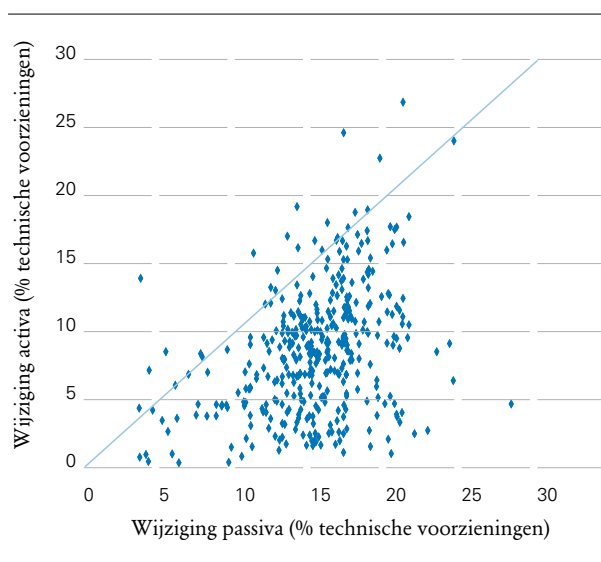
### Ontwikkelingen in de pensioensector

#### Financiële positie pensioenfondsen

In het derde kwartaal van 2009 heeft het herstel van de financiële positie van pensioenfondsen zich voortgezet. De gemiddelde (nominale) dekkingsgraad is met ruim 6 procentpunt gestegen naar 109% per ultimo september. Hiermee ligt het hersteltempo van de pensioenfondsen ruim voor op de herstelplannen, en is bij een behoorlijk aantal pensioenfondsen de dekkingsgraad gestegen tot boven de 105%. Het merendeel van de fondsen kent echter nog steeds minimaal een reservetekort en de bestendigheid van het herstel is onzeker. Voor waarde-vaste pensioenen is nog bij lange na niet voldoende in kas. Uitgaande van een jaarlijkse prijsinflatie van 2% ligt de gemiddelde dekkingsgraad in termen van waarde-vaste uitkeringen onder de 82%. Dit cijfer is niet representatief voor alle fondsen. Ten eerste betreft het een gemiddelde. Daarnaast geldt dat toeslagverlening veelal voorwaardelijk is, een deel van de fondsen streeft naar loonindexatie in plaats van prijsindexatie, en een zeer beperkt aantal fondsen helemaal geen indexatiebeleid heeft. Voorts wordt bij een deel van de pensioenregelingen de toekomstige indexatie (mede) gefinancierd uit toekomstige premieopslagen.

Het voortgaande herstel is vooral te danken aan de beleggingsrendementen. De rentestand levert, na een positieve bijdrage in het tweede kwartaal, nu weer een negatieve bijdrage. Door de daling is de waarde van de pensioenverplichtingen sterker gestegen dan de waarde van de beleggingsportefeuille. De rentegevoeligheid van pensioenfondsen verschilt sterk (zie grafiek 3). In 2008 betekende de negatieve renteschok waar het FTK

**Grafiek 3 Rentegevoeligheid activa en passiva pensioenfondsen (effect FTK-renteschok (S1))**



mee rekent (de facto een daling van circa 100 basispunten) een stijging van de verplichtingen met 15% en van de activa met 7%. De spreiding weerspiegelt verschillen in de looptijd en in de mate van renteaafdekking.

#### *Beleggingsgedrag pensioenfondsen*

Pensioenfondsen beleggen voor de lange termijn. Het strategische beleggingsbeleid speelt dan ook een centrale rol in de financiële opzet van pensioenfondsen. Het toezichtkader respecteert deze rol en staat pensioenfondsen altijd toe terug te keren naar hun strategische beleggingsmix. Zo is het fondsen bijvoorbeeld toegestaan om aandelen bij te kopen als deze sterker zijn gedaald dan andere beleggingscategorieën, en daardoor een kleiner deel van de portefeuille zijn gaan uitmaken. Dat veel fondsen de afgelopen periode in een tekortsituatie verkeerden, doet daar niets aan af. Toch was er rond het hoogtepunt van de turbulentie juiste sprake van verkopen van aandelen. Deze verkopen hingen onder meer samen met structurele aanpassingen in de financiële opzet, bijvoorbeeld met het oog op een voorgenomen liquidatie, en tijdelijke of structurele wijzigingen in de gewenste portefeuillesamenstelling. Ook de liquiditeitsbehoefte bij enkele grote fondsen speelde een belangrijke rol. Die behoefte kwam voort uit derivatenposities die pensioenfondsen als uitvloeisel van hedging transacties hadden opgebouwd. Doordat de verplichtingen uit hoofde van deze derivaten sterk stegen, werden pensioenfondsen genoodzaakt om beleggingen (zowel aandelen als vastrentende waarden) te verkopen. Dit illustreert het belang van goed liquiditeitsbeheer. Recent is, in lijn met de positieve netto inkomsten van pensioenfondsen, weer sprake van aankopen van aandelen.

#### *Commissie Parameters*

Bij de vaststelling door pensioenfondsen van de financiële opzet, waaronder het beleggingsbeleid, spelen verwachtingen over toekomstige rendementen een belangrijke rol. De wet stelt grenzen aan de verwachte waarden waarmee fondsen mogen rekenen. Voor de vaststelling van de parameters voor de driejaarsperiode na 31 december 2009 heeft de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid advies gevraagd aan de Commissie Parameters. Deze commissie is in september met een advies gekomen. Ten aanzien van de minimum verwachtingswaarden voor de loon- en prijsinflatie en de maximum verwachtingswaarde voor het rendement op vastrentende waarden ziet zij geen aanleiding om de huidige parameters te wijzigen. De commissie is echter niet tot een eensluidend oordeel gekomen over het

niveau voor de verschillende categorieën zakelijke waarden. Wel was de commissie unaniem van mening dat pensioenfondsen bij hun beleidsontwikkeling rekening moeten houden met de mogelijkheid van forse afwijkingen van de gehanteerde verwachtingen, en dat de samenhang tussen de regels rond risico en rendement bij de evaluatie van het FTK nadere aandacht verdient.

# Recente ontwikkelingen in het betalings- en effectenverkeer

*Met de introductie van de Europese incasso is het derde Europese betaalmiddel geïntroduceerd. Samen met de invoering van de Europese Richtlijn Betaaldiensten komt één Europese betaalruimte steeds dichterbij. Om te voorkomen dat sluiting van bankkantoren of geldautomaten problemen oplevert voor bepaalde groepen mensen, voert het Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer (MOB) in 2010 een bereikbaarheidsmonitor uit. Op de effectenmarkt is het Nederlandse clearinghuis EMCF uitgekozen door de Scandinavische beurs om als tegenpartij op te treden voor het afwickelen van effectentransacties.*

## Retail betalingsverkeer

### Migratie naar één Europese betaalruimte

De vorming van één Europese betaalmarkt (Single Euro Payments Area, SEPA) is op 2 november 2009 een volgende fase ingegaan met de introductie van de Europese incasso. In 2008 is al begonnen met de invoering van de Europese overschrijving en de uitgifte van betaalpassen die voldoen aan de Europese standaarden.

Bedrijven die de Europese incasso gebruiken kunnen van bankrekeningen in heel Europa incasseren. Nu worden incasso's uitsluitend nog op nationaal niveau geïnd. Als een bedrijf overgaat op de Europese incasso, blijven de bestaande machtigingen van klanten geldig. Voor de consumenten betekent de invoering van de Europese incasso dat niet alleen aan Nederlandse bedrijven, maar ook aan bedrijven uit andere Europese landen betaald kan worden via het afgeven van een machtiging.

De Europese incasso zal geleidelijk worden ingevoerd. Banken in de eurolanden hebben tot 1 november 2010 de tijd om als debetbank (de partij die afboekt) de Europese incasso te gaan aanbieden aan hun klanten. Enkele grote Nederlandse banken doen dit nu al. Zoals vastgelegd in het Nederlandse SEPA Migratieplan zullen per 1 juli 2010 alle Nederlandse banken die actief zijn in het betalingsverkeer gereed zijn om Europese incasso af te boeken. Hierdoor wordt het instrument geschikt voor grootschalig binnenlands gebruik.

### Invoering EMV

Op 27 mei 2009 hebben banken en koepels van winkeliers afgesproken om eind 2011 alleen nog maar te pinnen met de veiliger chiptechnologie (EMV). Hiertoe hebben ze de 'Nadere Overeenkomst bij het Convenant Betalingsverkeer 2005' ondertekend. Het nieuwe pinnen

maakt skimmingfraude, waarbij criminelen de magneetstrip kopiëren en vervolgens de rekening plunderen, veel moeilijker.

Passen, pinautomaten en infrastructuur worden aangepast om pinnen met de EMV-chip mogelijk te maken.

De migratie is al op gang gekomen. Circa 70% van de pinpassen is voorzien van een EMV-chip, die in het buitenland al vaak gebruikt moet worden. De migratie van de Nederlandse betaalautomaten is nog niet zo ver. 45% van het Nederlandse automatenpark van ongeveer 245.000 terminals kan EMV-passen lezen en EMV-transacties ondersteunen. Een derde kan alleen de EMV-passen lezen maar heeft nog niet de juiste software ter ondersteuning. De resterende terminals kunnen nog geen EMV-passen lezen en geen EMV-transacties ondersteunen.

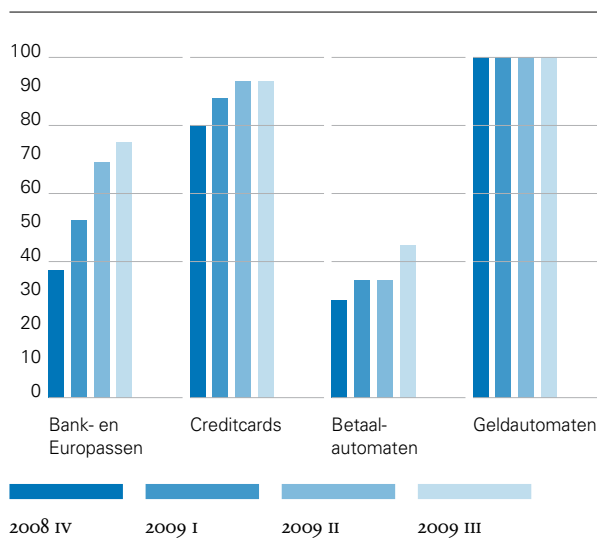
Om een betrouwbare en goede werking van het pinnen met EMV-technologie te realiseren wordt in het tweede kwartaal van 2010 gestart met een pilot. Het aantal locaties waar met de EMV-chip kan worden gepind zal vervolgens geleidelijk worden uitgebreid.

### Invoering Europese Richtlijn Betaaldiensten

Per 1 november 2009 is in de Nederlandse wetgeving de Europese Richtlijn Betaaldiensten doorgevoerd. Deze Richtlijn heeft de consumentenbescherming voor alle bestaande en nieuwe betaaldiensten aanmerkelijk ver-

## Grafiek 1 Status EMV implementatie in Nederland

Kwartaalcijfers in procenten



Bron: European Payments Council (EPC).

beterd en de transparantie van het betalingsverkeer bevorderd. Zo is de terugboektermijn van een incasso verruimd van dertig dagen naar acht weken. De wetgeving creëert een nieuwe categorie instellingen die betaaldiensten mogen aanbieden zonder dat zij een bank of elektronisch-geldinstelling zijn, de zogenoemde betaalinstanties. Ook deze instellingen hebben een vergunning nodig van de Nederlandsche Bank, en staan onder toezicht van DNB en AFM.

De Nederlandse banken hebben de wijzigingen als gevolg van de Richtlijn Betaaldiensten doorgevoerd in hun Algemene Bank- en Productvoorwaarden.

#### *Bereikbaarheidsmonitor*

Het Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer (MOB) gaat onderzoeken hoe het met de bereikbaarheid van de basisbetaaldiensten in Nederland is gesteld. In 2007 heeft het MOB hier samen met de Vereniging van Nederlandse Gemeenten en de Landelijke Vereniging van Kleine Kernen al onderzoek naar gedaan en heeft toen geen aanwijzingen van algemene toegankelijkheids- of bereikbaarheidsproblemen gevonden.

Bij het nieuwe onderzoek zal de focus liggen op mogelijke veranderingen ten opzichte van de meting in 2007. Ook zal de monitor de generieke ontwikkelingen en trends op het gebied van bereikbaarheid en toegankelijkheid van betaaldiensten aan vraag- en aanbodzijde in beeld brengen.

#### *Overlay betaaldiensten*

De Nederlandsche Bank heeft op 15 oktober 2009 in een persbericht aangegeven ernstige bezwaren te hebben ten aanzien van zogeheten 'overlay betaaldiensten' waarbij een andere partij dan alleen de bankcliënt de beschikking krijgt over geheime gegevens. DNB stelt dat het van groot belang is dat de cliënt deze gegevens, die gebruikt moeten worden voor internetbankieren, geheim houdt en niet aan derden verstrekt. Deze visie wordt breed gedeeld door partijen in het betalingsverkeer, zo bleek bij de vergadering van het Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer (MOB) op 11 november 2009. Het MOB juicht concurrerende innovatieve toepassingen in het betalingsverkeer toe, maar onder de voorwaarde dat die de veiligheid van betrokkenen voldoende waarborgen. In het geval van overlay betaaldiensten is dat in de visie van de in het MOB deelnemende partijen niet het geval.

In een groeiend aantal landen in Europa worden deze overlay betaaldiensten geïntroduceerd. In Nederland zelf biedt slechts een zeer beperkt aantal webwinkels deze betaalmogelijkheid aan klanten aan.

Op het moment dat een consument ervoor kiest om bij een webwinkel met een 'overlay betaaldienst' te betalen, wordt de consument naar een website van een derde partij geleid. De consument wordt daar gevraagd om via deze website in te loggen in zijn of haar internetbankier-toepassing. De derde partij controleert dan of het saldo op de rekening toereikend is om te kunnen betalen en zet daarna transacties in het internetbankieren klaar. De consument wordt vervolgens via de website door de derde partij gevraagd deze transacties te autoriseren, waarna het geld van de rekening wordt afgeschreven en overgemaakt aan de webwinkelier. De consument heeft gedurende al deze handelingen geen direct zicht op het internetbankieren.

Bij internetbetaaldiensten die door banken zijn ontwikkeld is er wél sprake van rechtstreeks contact tussen klant en bank. Daarbij wordt op zodanige wijze gebruik gemaakt van internetbankiertoepassingen dat de veiligheid van het internetbankieren kan worden gewaarborgd. Een voorbeeld hiervan is IDEAL in Nederland.

#### *Versneld overstappen van DSB-rekening*

Op 19 oktober 2009 is het faillissement uitgesproken over de DSB Bank. Voorafgaand aan het faillissement was sinds 12 oktober de Noodregeling op DSB Bank van toepassing. Zodra de Noodregeling van toepassing is, worden alle activa en passiva van een bank bevroren, ook de betaal- en spaarrekeningen van de rekeninghouders.

DSB-klanten moesten zo snel mogelijk een rekening bij een andere bank openen om hun betalingsverkeer te kunnen voortzetten. Dat kon via een versnelde procedure die de grotere banken speciaal voor de DSB-klanten tijdelijk in het leven riepen. Door hierbij meteen ook de – eveneens versnelde – Overstapservice aan te vragen, konden de gedupeerden binnen enige dagen weer gewoon betalen en ontvangen.

Bij de overstapservice leiden banken inkomend verkeer (bijvoorbeeld salarisbetalingen) en uitgaand verkeer (bijvoorbeeld automatische betaling van energielasten) op de oude rekening automatisch door naar de nieuwe rekening. Deze service kon de DSB-klant ook gebruiken om het betalingsverkeer om te leiden naar een al bestaande (tweede) betaalrekening. Sinds 21 november kan voor DSB-rekeningen geen overstapservice meer worden aangevraagd.

## Oversight

*Introductie centrale tegenpartij in de Scandinavische markt*  
Sinds 9 oktober 2009 treedt het Nederlandse clearinghuis European Multilateral Clearing Facility (EMCF) als centrale tegenpartij (CCP) op voor het verwerken van de effectentransacties op Nasdaq OMX, de reguliere Scandinavische beurs. EMCF is hiermee verantwoordelijk voor de effectenafhandeling voor Denemarken, Finland en Zweden. EMCF zal vanaf 2010 deze service ook voor IJsland uitvoeren.

Het afwikkelen van transacties via een centrale tegenpartij is nieuw voor de Scandinavische markt. Het zal de efficiëntie van de hele transactieketen aanzienlijk verbeteren. Een CCP stelt zich garant voor de afwikkeling van de transactie, en dekt daarmee risico's af richting koper en verkoper. Hiermee volgt de Scandinavische markt de elders in Europa al langer gebruikelijke standaard.

De dienstverlening van EMCF is in twee fasen geïmplementeerd, zodat de markt zich goed op het nieuwe model kon voorbereiden. In de eerste fase, die in maart 2009 begon, hadden handelspartijen de keuze om transacties op Nasdaq OMX af te laten wikkelen door EMCF óf vast te houden aan de gebruikelijke methode: bilateraal zonder tussenkomst van EMCF. Slechts een klein aantal partijen kozen voor de eerste optie. Met een zogenoemde soft launch voor een soepele overgang ging op 9 oktober 2009 fase twee van start. Alle handelspartijen zijn nu verplicht om de handel te verrekenen via EMCF.

### *Interoperabiliteit*

De Scandinavische markt heeft EMCF uitgekozen als clearinghuis onder de voorwaarde dat EMCF ook koppelingen heeft met andere clearinghuizen. Hierdoor wordt de verrekening efficiënter en kunnen transactiekosten dalen. Door deze koppelingen kunnen marktpartijen hun transacties op de Scandinavische markt ook via een ander clearinghuis afwikkelen.

Begin 2010 wil EMCF interoperabele koppelingen opzetten met het Britse EuroCCP en het Zwitserse SIX X-Clear, waardoor EMCF zijn positie als enige clearinghuis in de Scandinavische markt verliest. De koppelingen voor de Scandinavische markt vereisen goedkeuring van onder andere AFM en DNB. EMCF zal met de genoemde clearinghuizen samen moeten werken om de risico's van interoperabiliteit voldoende af te dekken naar tevredenheid van de Britse, Nederlandse en Zwitserse toezichthouders.

Koppelingen tussen clearinghuizen verhogen de complexiteit van het systeem en kunnen derhalve gro-

tere (systeem)risico's met zich meebrengen. Mogelijke verhoogde risico's hebben ertoe geleid dat de geplande link tussen EMCF en LCH.Clearnet Ltd. door de Britse en Nederlandse toezichthouders tijdelijk on-hold is gezet.

### *Samenwerking toezichthouders*

EMCF heeft zijn zetel in Nederland en staat daarmee onder toezicht van DNB en AFM, die beide als lead overseer optreden. Voor de diensten die EMCF aanbiedt voor de Scandinavische markt valt het ook onder het bereik van de betreffende lokale toezichthouders. Om de samenwerking tussen de toezichthouders te formaliseren is een Memorandum of Understanding (MoU) opgesteld. In de MoU staat dat toezichthouders informatie zullen delen over relevante zaken met betrekking tot EMCF. Alle partijen zullen deze MoU op korte termijn ondertekenen.

# Financiële stabiliteit: Het belang van macro-prudentieel toezicht

*De kredietcrisis is een systeemcrisis waarin financiële instellingen door een serie van marktbrede en cross-sectorale grensoverschrijdende schokken zijn geraakt. Eén van de lessen uit de crisis is dan ook dat het systeembrede of 'macro-prudentiële' toezicht moet worden versterkt. Internationaal staan daartoe diverse initiatieven in de steigers. Zo is de G20 een drijvende kracht achter een versterkte internationale beleidscoördinatie, zijn lidmaatschap en mandaat van de Financial Stability Board (FSB) uitgebreid, worden macro-prudentiële elementen aan het Bazelse toezichttraamwerk toegevoegd en is een European Systemic Risk Board (ESRB) in oprichting. Centrale banken versterken tevens hun macro-prudentiële toezichtfunctie. DNB heeft recentelijk ondermeer een afdeling 'Macro-prudentiële analyse' opgericht binnen de divisie Financiële stabiliteit.*

## Inleiding

De systeemcrisis zoals de wereld die thans ondergaat is ongekend. Door deregulering, liberalisering en financiële innovatie is het financiële stelsel, en in het bijzonder het internationale kapitaalverkeer, de afgelopen decennia wereldwijd sterk gegroeid, complexer geworden en meer verweven geraakt. Hierdoor is het minder zinvol om een deel van het financiële systeem – laat staan een individuele instelling – in isolement te beschouwen. Het belang van een macro-prudentiële of systeembrede invalshoek in het financiële toezicht wordt dan ook alom onderkend door beleidsmakers.

## Micro- en macro-prudentieel toezicht als communicerende vaten

Het micro-prudentiële toezicht bewaakt de soliditeit van financiële ondernemingen. Micro-prudentiële toezichtregels zoals kapitaal- en liquiditeitseisen, gelden op instellingsniveau. Vanuit dit perspectief zijn omgevingsrisico's een gegeven (exogeen) en richt de risicobeheersing zich op het verminderen van de blootstelling aan deze risico's en op de vergroting van het vermogen schokken op te vangen. Het macro-prudentiële toezicht heeft tot doel systeembrede risico's te beperken en richt zich op de samenhang tussen financiële instellingen, markten en infrastructuur, alsmede op de interactie van de financiële sector met de reële economie. Risico's worden daarbij (niet langer exogeen maar) endogeen beschouwd en vloeien voort uit de wisselwerking tussen de onderdelen van het systeem (tabel 1).

Deze endogeniteit van risico's is een belangrijk uitgangspunt voor macro-prudentieel toezicht. Want wat op microniveau wenselijk is voor individuele instellingen of markten, kan op macroniveau juist nadelig uitwerken op het financiële systeem en de economie. Zo kunnen banken de conjunctuurcyclus versterken als zij in goede tijden overmatig krediet verlenen en in slechte tijden risico's verminderen door kredietverstrekking te beperken. Een ander treffend voorbeeld, in het kader van de kredietcrisis, is dat banken voor hun financiering sterk afhankelijk zijn geworden van liquide financiële markten. Toen deze in augustus 2008 opdroogden, leidde dit direct tot grote liquiditeitsproblemen. De logische reactie vanuit het perspectief van een individuele bank was om liquiditeit vast te houden, maar op macroniveau werd daarmee het financieringsprobleem alleen maar groter en nam het systeemrisico toe.

Met andere woorden, micro- en macro-prudentieel toezicht zijn communicerende vaten, waarbij soms zelfs

Tabel 1 Micro- versus macro-prudentieel toezicht

	Micro-prudentieel toezicht	Macro-prudentieel toezicht
Beoogd	Solide financiële instellingen	Solide financieel systeem
Belang	Bescherming consument	Bescherming financiële stabiliteit
Risico's	Exogeen, op instellingsniveau	Endogeen, systeembreed
Werkwijze	Bottom-up	Top-down

Bron: Borio (2003), 'Towards a macro-prudential framework for financial supervision', BIS Working Papers, no. 128; DNB (2006).

sprake kan zijn van een onderlinge afruil tussen micro (solide financiële instellingen) en macro (financiële stabiliteit). Eén van de uitdagingen bij het herkennen en beperken van systeemrisico's is dan ook het aanbrengen van een koppeling tussen micro-prudentieel en macro-prudentieel toezicht. Het combineren van instellings-specifieke microgegevens – zoals toezichtrapportages of anekdotische informatie – met macrostatistiek helpt daarbij een totaalbeeld te schetsen en verbanden te leggen.

### Versterking macro-prudentieel toezicht essentieel

Het belang van een macro-prudentiële benadering is al ruim vóór de kredietcrisis onderkend. Zo is als gevolg van de voortschrijdende integratie van het financiële stelsel de internationale samenwerking toegenomen en zijn diverse internationale fora voor macro-prudentiële analyse opgericht.<sup>1</sup> Ook hebben veel centrale banken, maar ook toezichthouders, financiële stabiliteitsafdelingen opgezet en rapporten gepubliceerd met een primair macro-prudentiële invalshoek, zoals het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS) van DNB. DNB gebruikt bovendien sinds 2004 macro-stresstesten als regulier instrument om zwakke punten in het systeem te ontdekken. Daarnaast is al voor de crisis een trend richting cross-sectoraal toezicht ingezet onder invloed van verdwijnende sectorale scheidslijnen. Een belangrijk element daarbij is de institutionele vormgeving van samenwerking tussen toezichthouder en centrale bank. Nederland liep hierin internationaal gezien voorop door het prudentiële toezicht cross-sectoraal te integreren en samen met centrale banktaken onder één dak te brengen. Inmiddels bewegen ook andere landen, waaronder Duitsland, Spanje, Italië, België en Portugal, in de richting van het Nederlandse toezichtmodel, terwijl landen als het VK en de VS dit thans overwegen.

Mede door deze macro-prudentiële focus zijn veel risico's en onevenwichtigheden in aanloop naar de crisis wél gesignaleerd. Zo heeft DNB in de jaren voorafgaand aan de crisis relatief veel aandacht besteed aan snel stijgende vermogensprijzen of het feit dat beleggers bewust meer risico's opzochten om hun rendement op peil te houden; ook is gewezen op mogelijke kwetsbaarheden als gevolg van financiële innovatie en verhandelbaarheid van kredietrisico, evenals de toegenomen afhankelijkheid van financiële markten als financieringsbron voor banken. Maar de dynamiek en samenhang van deze ontwikkelingen zijn internationaal onvoldoende doorzien en de mogelijkheid van een systeemcrisis is sterk onderschat.

Een belangrijke les uit de kredietcrisis is dan ook dat macro-prudentiële analyse verder moet worden versterkt en dat deze analyse beter vertaald moet worden naar risicoverlagend beleid. Hiermee kunnen toekomstige financiële crises weliswaar niet worden uitgesloten, maar een versterkt macro-prudentieel toezicht kan er wel toe bijdragen dat grote onevenwichtigheden en systeemcrises zich minder snel ontwikkelen.

DNB heeft hier ondermeer invulling aan gegeven door de oprichting van een afdeling 'Macro-prudentiële analyse' binnen de divisie Financiële stabiliteit. Deze nieuwe afdeling richt zich met name op de vertaalslag van gesignaleerde onevenwichtigheden naar concrete identificatie en beperking van daaraan verbonden systeemrisico's. Dit is nodig om tot concreet risicoverlagend beleid te komen. Minstens zo belangrijk is dat uitvoerende toezichthouders de micro- én macro dimensies in zich verenigen. Omdat regelgeving en ook beleid veelal internationaal worden bepaald, richt DNB haar inspanningen naast de interne organisatie, tevens op de internationale beleidscircuits.

### Internationale initiatieven

#### G20

Sinds kort is de G20 een belangrijk en invloedrijk forum voor mondiale samenwerking en beraad over het wereldwijde economische en financiële stelsel. De G20 bestaat uit de politieke leiders van de 19 grootste economieën ter wereld plus de Europese Unie. Nederland is geen lid van de G20, maar kon wel aanschuiven bij de laatste drie G20-bijeenkomsten van regeringsleiders die in het teken stonden van de voortgang in het bestrijden van de mondiale financieel-economische crisis. De G20 heeft op een groot aantal terreinen maatregelen voorgesteld, waaronder verbetering van het financiële toezicht, versterking van internationale financiële instellingen en versteviging van financiële stabiliteit en crisismangement. Tegelijkertijd heeft de G20 opgeroepen tot internationale hervorming van standaarden voor onder andere de kwaliteit en de hoeveelheid door banken aan te houden kapitaal, beloningsstructuren en het toezicht op grensoverschrijdende en systeem relevante instellingen.

#### Financial Stability Board (FSB)

Onder aanvoering van de G20 heeft het Financial Stability Forum (FSF) zich in april 2008 omgevormd tot de Financial Stability Board (FSB). De FSB kreeg daarbij een breder mandaat en meer capaciteit. Een

belangrijke taak van de FSB is het vroegtijdig signaleren van kwetsbaarheden en het doen van voorstellen om deze weg te nemen. De FSB heeft belangrijke lessen uit de kredietcrisis getrokken en beleidsaanbevelingen gedaan ter versterking van het internationale financiële stelsel. Een aantal van deze aanbevelingen bevordert dat autoriteiten sneller op macro-prudentiële risico's reageren. Aandachtspunten zijn ondermeer de communicatie tussen toezichthouders en financiële instellingen, informatie-uitwisseling en samenwerking tussen nationale autoriteiten en tussen het IMF en de FSB zelf. Daarin kan worden voortgebouwd op bestaande initiatieven zoals het Financial Sector Assessment Program (FSAP), waarmee het IMF en de Wereldbank met enige regelmaat de financiële sector van hun leden grondig doorlichten. Andere aanbevelingen van de FSB beogen een nauwer monitoren van mondiale kwetsbaarheden en onevenwichtigheden, ten einde hiervoor vroegtijdig waarschuwingen te kunnen afgeven.

#### *Bazels Comité voor Banktoezicht*

Mede op aanbeveling van de FSB heeft het Bazels Comité recentelijk enkele belangrijke macro-prudentiële elementen toegevoegd aan het Bazelse toezichtraamwerk. Zo zijn nadere voorstellen gedaan om de procycliciteit van het financiële stelsel – de inherente neiging van het financiële systeem om fluctuaties in de economie te versterken – te verminderen. Een deel van deze aanbevelingen heeft betrekking op kapitaal- en liquiditeitseisen van banken en de noodzaak om banken in goede tijden extra buffers te laten opbouwen waarop ze in slechte tijden kunnen interen. Daarnaast worden banken gestimuleerd om meer rekening te houden met uitkomsten van stresstesten, zodat zij minder geneigd zijn risico's te onderschatten. Ook zal het Bazels Comité zich nader buigen over de problematiek ten aanzien van grote grensoverschrijdende en systeemrelevante financiële instellingen.

#### *European Systemic Risk Board (ESRB)*

Ook op Europees niveau zijn initiatieven genomen om het macro-prudentiële toezicht te versterken. Zo is de voorbereiding voor de oprichting van de European Systemic Risk Board (ESRB) in volle gang. De ESRB zal binnen de EU opereren als een overkoepelende waakhond voor financiële stabiliteit door macro-prudentiële risico's te analyseren en op grond daarvan waarschuwingen en aanbevelingen af te geven. De ESRB zal bestaan uit een combinatie van centrale banken én toezichthouders: naast alle Europese centrale banken, inclusief de ECB, en nationale financiële toezichthouders, worden

ook de in oprichting verkerende European Supervisory Authorities (ESAs) lid. Omdat mondiale ontwikkelingen van invloed zijn op de Europese financiële stabiliteit, is een goede samenwerking tussen de ESRB en internationale instituties als de FSB en het IMF van groot belang. Het streven is dat de ESRB voor de zomer van 2010 aan de slag gaat.

#### **Tot slot**

Hoewel het belang van een macro-prudentiële invalshoek in het toezicht momenteel breed wordt gedeeld, zal het niet gemakkelijk zijn dit goed in de praktijk te brengen. Enerzijds is macro-prudentiële analyse complex en is de lijst met potentiële systeemrisico's lang en onzeker; anderzijds zijn de toezichtmiddelen beperkt en vraagt de inzet daarvan dus om een goede prioriteitstelling. Verder is door het veelomvattende karakter van macro-prudentieel toezicht het aantal betrokken partijen groot, zowel nationaal als internationaal. Het is van groot belang dat dit niet ten koste gaat van de gewenste reactiesnelheid.

<sup>1</sup> Onder andere het voormalige Financial Stability Forum (FSF), het Committee for the Global Financial System (CGFS) in BIS-verband en de Working Group on Macro-prudential Analysis (WGMA) van het ESCB.

# Artikelen

# Aanpassingen Bazels raamwerk voor banktoezicht

*In reactie op de financiële crisis heeft het Bazels Comité voor Banktoezicht het kapitaalraamwerk voor banken aangescherpt. Zo worden strengere eisen gesteld aan de kwaliteit van het bancaire kapitaal en komen er fors zwaardere kapitaaleisen voor de risico's van complexe financiële producten. Het kapitaalraamwerk wordt aangevuld met een simpele kapitaalmaatstaf ter indicatie van de balansomvang in verhouding tot het aangehouden kapitaal. Voorts worden de regels voor het liquiditeitsbeheer van banken aangescherpt.*

## **Inleiding**

In 2008 werd het Bazel II Kapitaalakkoord voor banken ingevoerd. Bazel II introduceerde belangrijke vernieuwingen in het bancaire toezicht. Daarbij is bewust gekozen voor een meer risicogeoriënteerde aanpak. Voor activiteiten met een hoog risico moeten banken meer kapitaal aanhouden dan voor activiteiten met een laag risico: zo sluiten de kapitaalbuffers beter aan op de werkelijke risico's. De regels van Bazel II voor het zogenoemde bankenboek behelzen kapitaaleisen voor kredietrisico op leningen en securitisaties, die samen het grootste deel van de bancaire balans vormen. Voor de behandeling van het handelsboek en marktrisico is onder Bazel II tot nog toe vastgehouden aan regels die sinds 1996 zijn ingevoerd. Verder bevat Bazel II, in tegenstelling tot het oude Bazel I, ook kapitaaleisen voor operationeel risico.

Voor een meer risicogeoriënteerde aanpak is een geavanceerd raamwerk gemaakt waarin de kwaliteit van het risicomanagement van de banken centraal staat. Met behulp van interne modellen kunnen banken bijvoorbeeld onder randvoorwaarden het kredietrisico in het bankenboek meten. Daarnaast wordt onder de tweede pilaar van het raamwerk vereist dat een bank met andere risico's rekening houdt, zoals concentratierisico en renterisico. De toezichthouder heeft daarbij de mogelijkheid om zondig meer kapitaal te vereisen, bijvoorbeeld op basis van stresstesten. Voorts verlangt Bazel II onder de zogenoemde derde pilaar dat banken informatie publiceren over hun risicopositie. Die verplichte openbaarmaking heeft tot doel dat marktpartijen, via de prijsstelling van de financiering, invloed kunnen uitoefenen op het risicobeheer en de kapitaalplanning van een bank.

## **Aanpassingen Bazel II**

De financiële crisis heeft laten zien dat het Bazel II Kapitaalakkoord enkele belangrijke tekortkomingen kent. Voor de behandeling van marktrisico en de definitie van het kapitaal dat banken als buffer mogen meentellen – onderdelen die met de overgang naar Bazel II ongewijzigd zijn gebleven – is de regelgeving achtergebleven bij de marktontwikkelingen. Op punten waar Bazel II wel vernieuwingen bracht, zoals de behandeling van complexe financiële producten als securitisaties, zijn de nieuwe regels ingehaald door financiële innovatie. Tegen de achtergrond van de crisis heeft het Bazels Comité ervoor gekozen om de eisen wereldwijd

aan te scherpen. Aangekondigd zijn belangrijke aanpassingen van de bestaande bancaire regels, die voortbouwen op het bestaande Bazel II Kapitaalakkoord. Begin 2010 wordt het effect van de voorziene maatregelen op het bankwezen geanalyseerd. De wijzigingen in de handelsboekbenadering en het securitisatieraamwerk worden naar verwachting eind 2010 ingevoerd. De verdere aanscherpingen moeten op zodanige wijze worden ingevoerd dat zij het economische herstel niet in de weg staan.

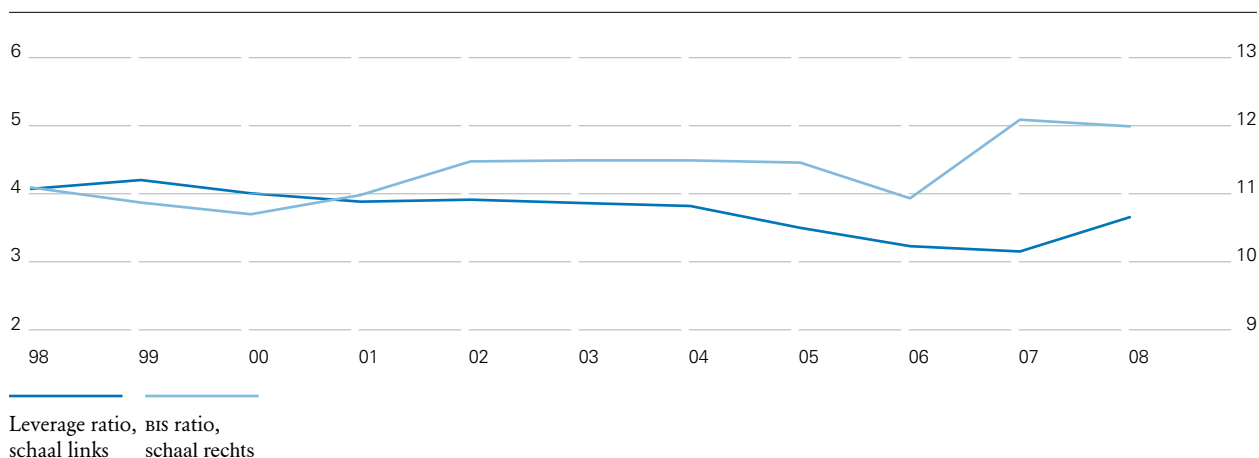
## **Afdekken risico's**

Essentieel is een volledig overzicht van alle mogelijke risico's die banken lopen en een adequate inschatting van elk risico. Indien risico's niet op consistente wijze worden vertaald in kapitaaleisen, wordt arbitrage in de hand gewerkt. In de afgelopen jaren hebben banken risico's gearbitreerd door gebruik te maken van verschillen in kapitaaleisen (zie het artikel 'Aanscherping risicomanagement handelsomgeving bij banken' elders in dit Kwartaalbericht). Zo zijn risico's overgeheveld van het bankenboek naar het handelsboek, waarvoor relatief lagere eisen golden. Een prominent voorbeeld van een dergelijk product is dat van gesecuritiseerde kredieten, die goed verhandelbaar waren voordat de crisis uitbrak. Toen het vertrouwen wegviel werden ze moeilijk te verhandelen, waardoor financiële instellingen wereldwijd grote verliezen hebben geleden. Niet meer juist was daardoor de veronderstelling dat betreffende producten goed verhandelbaar zijn en daarmee op korte termijn kunnen worden afgebouwd, een aanname in de vigerende regels voor het marktrisico in het handelsboek. Tegen deze achtergrond heeft het Bazels Comité afgelopen zomer nieuwe eisen geïntroduceerd voor posities in het handelsboek. Zo moet bij de vaststelling van het risico voor deze posities rekening worden gehouden met zware economische omstandigheden. Een andere belangrijke aanscherping vormt de invoering van een speciale kapitaaleis voor kredietgerelateerde producten in het handelsboek. Deze aanpassingen zullen de kapitaaleisen voor het handelsboek aanzienlijk verhogen.

Daarnaast zijn richtlijnen uitgebracht om de behandeling van de meest complexe securitisaties onder Bazel II aan te scherpen. Zo zullen zogenoemde hersecuritisaties, dat zijn securitisaties van securitisaties, een zwaarder kapitaalbeslag krijgen. In aanvulling daarop wordt onder de tweede pilaar vereist dat een bank een goed inzicht heeft in de posities die ten grondslag liggen aan de complexe producten op haar balans. Een bank kan

## Grafiek 1 Risicogewogen BIS ratio en ongewogen leverage ratio, Nederlands bankwezen

In procenten



daarbij niet langer blind vertrouwen op externe rating agencies. Ook dragen de aangescherpte publicatie-eisen onder de derde pilaar bij aan een steviger raamwerk.

### Kwaliteit van kapitaal

Uit de crisis is naar voren gekomen dat de kapitaalbuffers van banken onvoldoende waren om de opgetreden verliezen op te vangen. Autoriteiten en instellingen merkten dat vrijwel uitsluitend het kapitaal van de allerbeste kwaliteit bruikbaar is voor het opvangen van de opgetreden verliezen. De huidige wereldwijde minimumstandaard voor dit kernkapitaal bedraagt slechts 2% aandelenkapitaal in verhouding tot de risicogewogen activa van een bank. Normaal gesproken zijn banken gehouden om al hun verplichtingen na te komen, inclusief de verplichtingen voortvloeiend uit hybride vermogensinstrumenten die wel tot kapitaal worden gerekend maar waarop toch verplichtingen rusten, zoals preferente aandelen. Verder is duidelijk dat sinds het aanbreken van de crisis ook de kredietverstrekkers op de financiële markten hun verwachtingen voor de kwaliteit van kapitaal hebben opgeschroefd. De toezichtregels zullen zodanig worden aangescherpt dat hoogwaardig kapitaal het grootste deel van het bancaire kapitaal uitmaakt. Het hoogwaardig kapitaal van beursgenoteerde banken bestaat uit aandelenkapitaal en ingehouden winsten. De aangescherpte regels zullen een vergelijkbaar hoge kwaliteit van kapitaal waarborgen voor coöperatieve banken.

### Leverage ratio

In een risicogewogen raamwerk staat het meten van risico's centraal. Een dergelijk raamwerk is dus moeilijker toe te passen op moeilijk meetbare risico's. Indien bovendien sommige risico's niet op consistente wijze worden vertaald in kapitaaleisen, zoals de risico's van het handelsboek in vergelijking tot die in het bankboek, kunnen er ongezien onevenwichtigheden ontstaan. Zo hebben banken ongemerkt een omvangrijke schuldpositie kunnen opbouwen. Een dergelijke hoge leverage betekent dat, gegeven de omvang van de balans, de impact op de kapitaalbuffer substantieel is als de verliezen veel groter blijken te zijn dan eerder via het risicogewogen raamwerk is geschat. De figuur illustreert hoe voor het Nederlandse bankwezen de risicogewogen BIS-ratio en de ongewogen leverage zich in de afgelopen tien jaar heeft ontwikkeld.

Het Bazels Comité heeft besloten tot het invoeren van een simpele, aanvullende kapitaalmaatstaf die de balansomvang in verhouding tot het aangehouden kapitaal weergeeft, de zogenoemde leverage ratio. De leverage ratio is bedoeld om de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen (i.e. de hefboom) van de financiële instellingen op eenvoudige manier inzichtelijk te maken. Een nadeel van de leverage ratio is dat het banken niet prikkelt om het interne risicomanagement naar een hoger niveau te tillen. Het op de voorgrond plaatsen van deze ratio zou daarmee eigenlijk een stap terug betekenen ten opzichte van het risicogeorïenteerde raamwerk van Bazel II. Dat is niet de bedoeling en daarom wordt de leverage ratio slechts

een aanvulling op het risicogewogen Bazel II raamwerk, als onderdeel van de tweede pilaar. Deze ratio zal een heel belangrijke signaalfunctie kunnen vervullen voor de toezichthouder. Daarbij ligt het in de bedoeling dat de leverage ratio via de derde pilaar op uniforme wijze openbaar wordt gemaakt, zodat marktpartijen beter in staat zijn om instellingen op hun leverage kunnen beoordelen. Er zal verder rekening worden gehouden met de verschillen in boekhoudkundige regels (bijvoorbeeld tussen de VS en Europa) om tot een vergelijkbare maatstaf te komen.

### Procycliciteit en minimumkapitaaleisen

Minimumkapitaaleisen zijn onvermijdelijk in het banktoezicht. Juist tijdens een economische neergang, wanneer er een grote kans is dat banken verliezen lijden en moeten interen op de kapitaalbuffers, kunnen deze minimumeisen knellend zijn. Het gevolg hiervan kan zijn dat het banken aan capaciteit ontbreekt om de reële economie van kredieten te voorzien, wat de economische cyclus weer kan versterken, ofwel er 'procycliciteit' optreedt. Naar aanleiding van de financiële crisis is de discussie over procycliciteit opnieuw opgelaaid en staat het onderwerp hoog op de internationale beleidsagenda. Een manier om procycliciteit te beperken is het kapitaalraamwerk te verrijken met een expliciet dempend mechanisme dat in goede tijden de opbouw van kapitaalbuffers boven de minimumvereisten stimuleert zodat daarop in slechte tijden kan worden ingeteerd.

Het Bazels Comité is overeengekomen om een mechanisme voor anticyclische kapitaalbuffers boven de minimumeisen in te voeren. De maatregel behelst een vaste minimumkapitaaleis en een lange termijn streefwaarde voor kapitaal. Banken zullen er dan aan gebonden zijn om deze streefwaarde te bereiken, door hun winsten in eerste instantie te gebruiken om buffers te verhogen en niet uit te keren aan aandeelhouders (dividend) en medewerkers (bonussen). Hierdoor komen flexibele of 'ademende' kapitaalbuffers tot stand. Het Bazels Comité onderzoekt ook of macro-economische indicatoren, bijvoorbeeld kredietgerelateerde variabelen, de opbouw en afbouw van kapitaalbuffers kunnen reguleren. Daarnaast wordt voorgesteld om het systeem van voorzieningen aan te passen, waarbij banken in een vroeger stadium voorzieningen kunnen treffen voor verwachte verliezen. Verder zijn met de aanpassingen aan het raamwerk die in juli 2009 door het Bazels Comité zijn gepubliceerd ook stappen gezet om mogelijke procycliciteit te dempen. Zo dragen de

aanscherpingen in het handelsboek daar bijvoorbeeld aan bij. Een ander voorbeeld is de aanscherping van de vereisten rondom stresstesting.

### Systeemrisico van grote grensoverschrijdende banken

Sommige banken zijn 'too big too fail': met hun ondergang kan het financiële systeem instorten. Om dat te voorkomen zijn grote reddingsoperaties op touw gezet. Op internationaal niveau wordt de discussie gevoerd of grote grensoverschrijdende banken, die van nature in hoge mate relevant zijn voor het financiële systeem, expliciet aan strengere toezichtregels moeten voldoen. Het Bazels Comité onderzoekt de wenselijkheid en de mogelijkheden van een extra kapitaaleis (toeslag) voor deze zogenaamde systeembanken.

Een vaakgenoemd argument voor een dergelijke maatregel wijst op de perverse prikkels die voortvloeien uit de wetenschap dat een grote bank een relatief grote kans heeft door overheidsingrepen te worden gered. Immers naarmate een bank groter wordt, kan deze zó belangrijk worden voor het financiële systeem dat ze altijd 'gered' moet worden als het mis dreigt te gaan. Deze potentiële overheidshulp kan ook nog de kredietrating van de bank verhogen. Tegenover dat voordeel zou een hogere kapitaaleis kunnen staan. Zo'n hogere eis verkleint bovendien de kans dat een reddingsoperatie nodig is. Een ander argument voor een toeslag kan zijn dat risico's van een instelling toenemen en moeilijker te beheersen zijn naarmate ze groter worden ('too big to manage'). Bij het operationeel maken van een mogelijke toeslag lijkt het classificeren naar systeemrelevantie wel een aanzienlijke uitdaging te zijn.

Naast de mogelijkheid van een toeslag denkt het Bazels Comité ook na over andere maatregelen. Zo kan het bijvoorbeeld eenvoudiger worden gemaakt om grensoverschrijdende systeembanken te ontmantelen, door standaard van elke bank een soort testament te vereisen. Dit testament dwingt af dat financiële instellingen vastleggen hoe zij zich in een crisissituatie kunnen herstructureren en op verantwoorde wijze kunnen ontbinden.

### Liquiditeit

Bazel II is een raamwerk van regels voor het solvabiliteitstoezicht. Solvabiliteitstoezicht richt zich op de vraag of de bank voldoende eigen vermogen heeft om

eventuele verliezen op te vangen en op termijn aan al haar verplichtingen te kunnen voldoen. Een ander belangrijk terrein van prudentieel toezicht op banken is het liquiditeitstoezicht. Liquiditeit betreft de mate waarin een bank voldoende liquide middelen heeft om aan haar kortlopende verplichtingen te kunnen voldoen. Solvabele instellingen kunnen door liquiditeitsproblemen toch in de problemen komen. Het liquiditeitstoezicht is vooralsnog voornamelijk op nationaal niveau geregeld. DNB loopt met een uitgebreide liquiditeitsrapportage al geruime tijd voorop in vergelijking met andere landen.

In de aanloop naar de crisis is in het internationale overleg het liquiditeitstoezicht in een stroomversnelling geraakt. Het Bazels Comité heeft in het najaar van 2008 een dertien principes voor het liquiditeitsbeheer van banken gepubliceerd. Banken worden bijvoorbeeld geacht stresstesting een centrale positie in het liquiditeitsbeheer te geven en de potentiële liquiditeitsrisico's dienen expliciet te worden meegenomen in business beslissingen. Daarnaast is het Comité overeengekomen een kwantitatieve standaard voor liquiditeit in te voeren, voor zowel de korte als de lange termijn. Deze standaard vormt in combinatie met de dertien principes voor liquiditeitsbeheer een majeure stap in de internationale harmonisatie van het liquiditeitstoezicht.

# Beleggingsbeleid pensioenfondsen onder de loep

*Meerdere pensioenfondsen hebben de risico's van hun beleggingsbeleid onderschat en hebben onvoldoende aandacht voor de governance en beheersing van beleggingsrisico's. Dat blijkt uit het themaonderzoek dat de Nederlandsche Bank in 2009 heeft uitgevoerd naar het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Het onderzoek omvat een periode van hevige marktturbulentie, een periode waarin de pensioensector grote verliezen leed. De onderzoeksresultaten staan echter grotendeels los van de crisis en vormen aanleiding voor DNB om, mede samen met de sector, beter risicobeheer bij de fondsen te bewerkstelligen. Daarnaast gaat DNB pleiten voor aanpassingen in het wettelijke kader, zodat in de toekomst fondsen een betere afweging maken tussen rendement en risico.*

In 2009 heeft de Nederlandsche Bank een uitgebreid themaonderzoek uitgevoerd naar het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. In het normale lopende toezicht voert DNB risicogebaseerde onderzoeken uit naar het beleggingsbeleid van individuele fondsen. Dit themaonderzoek gaat verder: het heeft een bredere schaal en meer diepgang. De kernvraag van het onderzoek is: 'hebben pensioenfondsen hun beleggingsrisico's voldoende in beeld en is het vermogensbeheer goed vormgegeven?'. Voor het onderzoek zijn sectorbrede toezichtgegevens geanalyseerd, zijn de opgedane ervaringen uit het reguliere toezicht benut en is steekproefsgewijs bij een tiental pensioenfondsen een diepgaand onderzoek gedaan naar de manier waarop ze feitelijk beleggen. Deze fondsen zijn zodanig gekozen dat ze in diverse opzichten een goede afspiegeling van de sector vormen.

Het onderzoek is uitgevoerd in een periode van hevige marktturbulentie. Juist onder deze extreme omstandigheden heeft een aantal risico's zich gemani-

festeerd en zijn tekortkomingen in het beleggingsbeleid aan het licht gekomen. De crisis heeft gewerkt als een vergrootglas. Uit het onderzoek komt naar voren dat meerdere pensioenfondsen de risico's van het beleggingsbeleid onderschatten. Ook zijn knelpunten en hiaten geconstateerd op de volgende terreinen: de strategie, de uitvoering, de buffers én de governance en beheersing.

## Grote verliezen

In 2008 hebben pensioenfondsen grote verliezen geleden. Het totale verlies van de gehele pensioensector over 2008 bedroeg EUR 219 miljard. Aan de activazijde van de balans verloren de fondsen bijna EUR 112 miljard op hun beleggingen, terwijl aan de passivazijde de verplichtingen met bijna EUR 108 miljard stegen door de dalende rente.

## Buffers

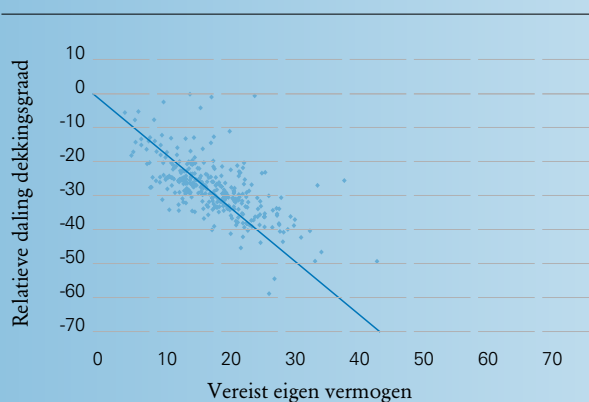
De vermogensbuffer, het vereist eigen vermogen, van pensioenfondsen moet voldoende groot zijn om met 97,5% zekerheid een jaarverlies op te kunnen vangen. De omvang hangt af van de gevoeligheid van de balans van een pensioenfonds voor financiële schokken. Pensioenfondsen berekenen het vereist eigen vermogen met behulp van een zogenoemd standaardmodel. In de regelgeving zijn de aannames over de omvang van de door te rekenen schokken vastgelegd. In 2008 waren deze echter veel groter dan waarmee rekening werd gehouden. Zo bedroeg de daling in de wereldaandelenindex, de MSCI, 39%, terwijl pensioenfondsen in het standaardmodel rekenen met een waardedaling van 25%. Daarnaast droeg de rentedaling sterk bij aan de daling van de dekkingsgraden. Een lagere rente betekent een stijging van de waarde van de verplichtingen. Ook hier was de realiteit soms extremer dan de uitgangspunten van het standaardmodel. Bovendien is gebleken dat risicofactoren tijdens de crisis sterker samenhangen dan verwacht, waardoor veronderstelde diversificatievoordelen uitbleven. Bijna alle factoren leidden simultaan tot een daling van de dekkingsgraad.

De groter dan voorziene schokken vonden hun weerslag in de daling van de dekkingsgraden. Fondsen die meer risico's lopen, wat tot uitdrukking komt in een

hoger vereist eigen vermogen, hebben in de crisis conform verwachting grotere verliezen geleden (zie grafiek 1). Gemiddeld genomen was het vermogensverlies in 2008 van pensioenfondsen ongeveer anderhalf maal zo groot als de buffers die fondsen normaal gesproken moeten aanhouden. Overigens hebben sommige fondsen aanzienlijk meer verloren dan op basis van de schokken mocht worden verwacht.

## Grafiek 1 Vereist eigen vermogen versus daling dekkingsgraad in 2008

Procenten



Als risico's zich voordoen worden deze primair opgevangen door de buffers van pensioenfondsen. Fondsen hebben tijdens de crisis echter meer verloren dan waar de wettelijk vereiste buffers vooraf op waren berekend. Gemiddeld genomen is het verlies ongeveer anderhalf keer de omvang van de buffer. De vraag rijst of de buffers wel een afdoende weerspiegeling vormen van de risico's waaraan fondsen feitelijk blootstaan (zie box 1). Uit het onderzoek komt verder naar voren dat meerdere pensioenfondsen grotere verliezen hebben geleden dan alleen op basis van de crisismoments mocht worden verwacht. Zo is de daling van de dekkingsgraad voor een groot aantal fondsen meer dan 60 punten (van bijvoorbeeld 143% naar 80%); ruim twee keer het vereist eigen vermogen van een standaardpensioenfonds. Enkele fondsen zijn zelfs meer dan 100 punten van hun dekkingsgraad kwijtgeraakt. Het DNB beleggingsonderzoek legt een aantal belangrijke oorzaken van deze ontwikkelingen bloot.

### Strategie

Een belangrijke bevinding van het onderzoek is dat pensioenfondsen meer aandacht moeten besteden aan hun beleggingsstrategie in relatie tot de totale financiële opzet. De beleggingsstrategie is een belangrijk onderdeel van de financiële opzet van een pensioenfonds en kan niet los worden gezien van de andere elementen ervan. De financiële opzet wordt bepaald door de verplichtingenstructuur van het fonds, de inzetbaarheid van het premie-instrument, de rendementsverwachtingen, eventuele afspraken met de sponsor over bijstortingen, het indexatiebeleid en de beleggingsstrategie. Ook de mate van risicoaversie speelt een belangrijke rol. Bij meerdere fondsen is geconstateerd dat de financiële opzet en daarbinnen de beleggingsstrategie zijn gestoeld op (te) optimistische veronderstellingen, bijvoorbeeld met betrekking tot rendementsverwachtingen of de bereidwilligheid van de sponsor om tekorten aan te zuiveren. Zo wilden of konden sommige sponsors niet bijstorten, terwijl zij daar wel contractueel toe waren verplicht (daar staat tegenover dat er ook sponsors waren die vrijwillig een extra bijdrage storten). Dat optimisme heeft onder meer geleid tot een risicovollere beleggingsmix.

Meerdere fondsen hebben vanuit strategisch perspectief de risico's waaraan zij blootstaan onderschat of gegeven de financiële opzet te grote risico's genomen. Zo hebben enkele fondsen die hadden besloten om te liquideren hun oorspronkelijke blootstelling aan

marktrisico's gehandhaafd. Dit terwijl bij de voorziene overdracht van middelen het afdekken van risico's past. Ook een aantal gesloten fondsen, fondsen waar geen premies meer binnenkomen, heeft forse verliezen geleden vanwege een risicovolle beleggingsmix, terwijl deze instellingen minder goed in staat zijn deze risico's op te vangen nu zij dit sturingsinstrument niet meer kunnen inzetten. Kortom, in de praktijk blijkt er in een aantal gevallen te weinig aandacht te zijn geweest voor de beleggingsstrategie in relatie tot de totale financiële opzet van pensioenfondsen, waardoor het risicoprofiel op gespannen voet stond met de capaciteit om deze risico's te dragen.

### Uitvoering

Het onderzoek heeft daarnaast zichtbaar gemaakt dat de uitvoering van de beleggingsstrategie een bron vormt van aanzienlijke additionele risico's. De vertaling van het beoogde strategische beleggingsbeleid naar een daadwerkelijke beleggingsportefeuille heeft tot aanzienlijke verliezen geleid, boven op de verliezen die direct op het conto van de marktomstandigheden kunnen worden geschreven. Hoewel de oorzaken van deze verliezen divers zijn, hangen ze veelal samen met innovatieve beleggingen en actief beheer. Dergelijke beleggingsstrategieën brengen extra risico's met zich mee.

Additionele risico's zijn bovendien ontstaan doordat beleggingsmandaten veel vrijheid laten. Meerdere fondsen bleken hun vermogensbeheerder onvoldoende duidelijke restricties op te leggen. Daardoor heeft de vermogensbeheerder te veel vrijheid kunnen nemen om qua beleggingscategorieën en -producten af te wijken van de strategische benchmark. Voorts hebben pensioenfondsen verliezen geleden doordat zij een hefboomwerking in hun balans hebben aangebracht met behulp van derivaten, door middel van participatie in securities lending programma's of door leningen aan te gaan. Pensioenfondsen werden daardoor ook blootgesteld aan liquiditeitsrisico's en (indirect) aan herfinancieringsrisico's. Hoewel pensioenfondsen in beginsel gekenmerkt worden door voorspelbare kasstromen, werd een aantal pensioenfondsen tijdens de crisis zodoende toch met korte termijn liquiditeitstekorten geconfronteerd.

De uitvoering van het beleggingsbeleid heeft dus een potentieel grote invloed op het beleggingsrisico van een pensioenfonds. Wanneer de daadwerkelijke beleggingsportefeuille afwijkt van het strategische beleggingsbeleid, wordt het risicoprofiel dat gebaseerd is op de

strategische portefeuilleallocatie minder relevant. Het is daardoor lastiger voor fondsen om een realistische inschatting te maken van de toekomstige rendementsontwikkeling en de daaruit voortvloeiende risico's.

### Berekening van buffers

Naarmate een pensioenfonds meer beleggingsrisico's neemt, moet het een grotere vermogensbuffer aanhouden. Pensioenfondsen berekenen met behulp van een zogenoemd standaardmodel de omvang van deze buffer, het vereist eigen vermogen. Hoewel alle fondsen gebruik maken van het standaardmodel voor de berekening van het vereist eigen vermogen, wijkt het risicoprofiel van meerdere pensioenfondsen af van de uitgangspunten die ten grondslag liggen aan dit model. Zo wordt er in het standaardmodel geen solvabiliteitsopslag voor liquiditeit- en concentratierisico's gehanteerd of blijven de risico's vanwege actief beheer, die soms zeer fors zijn, buiten beschouwing. Dit vormt een verklaring voor de buitenproportionele verliezen van een aantal pensioenfondsen ten opzichte van hun buffers. Daarbij zij opgemerkt dat regelgeving vereist dat indien de standaardmethode resultaten oplevert die substantieel afwijken van het werkelijke risicoprofiel, een pensioenfonds in contact dient te treden met DNB over te treffen maatregelen, zoals het formuleren en doorrekenen van een intern model. Adequate vaststelling van het vereist eigen vermogen wordt verder bemoeilijkt door problemen met de waardering van complexe producten en illiquide activa. Het ontbreekt pensioenfondsen daarbij vaak aan een passende waarderingssystematiek. Voorts is gebleken dat sommige pensioenfondsen fouten maken bij de berekening van hun buffer.

### Governance en beheersing

Ten slotte heeft het onderzoek in meerdere gevallen materiële tekortkomingen in de governance en bedrijfsvoering aan het licht gebracht. Het betreft dan vooral het risicomangement en het 'in control' zijn van het bestuur. Pensioenfondsen blijken niet altijd doordrongen van de rol en het belang van een adequate risicobeheersing. Adequate governance en beheersing vormen een basisvoorwaarde voor een gezond beleggingsbeleid. Genoemde tekortkomingen hebben in belangrijke mate bijgedragen aan de omvang van de geleden verliezen. Fondsen kunnen en moeten op dit terrein belangrijke verbeteringen aanbrengen.

De positie van de risicobeheerfunctie is soms onvoldoende duidelijk en laat wat betreft onafhankelijkheid, capaciteit en inhoud te wensen over. Zo blijkt in de praktijk dat verantwoordelijkheden en bevoegdheden van het risicomangement niet altijd helder in de organisatie zijn belegd. Daardoor is er onvoldoende vermogen om de voorstellen die vanuit vermogensbeheer worden gedaan kritisch te beoordelen. Risico's worden niet altijd onderkend en geanalyseerd en er wordt niet altijd adequaat beleid opgezet om deze risico's te begrenzen. Het resultaat is dat er actief beleggingsrisico's worden opgezocht, vaak in de vorm van innovatieve producten, waarbij niet de risicoanalyse, maar de aantrekkelijkheid uit oogpunt van potentieel rendement vooropstaat. Dit maakt fondsen kwetsbaar voor verliezen.

Besturen hebben bovendien niet altijd voldoende controle over de beleggingen, in het bijzonder wanneer sprake is van uitbesteding. Veelal zijn pensioenfondsen, bij gebrek aan een voldoende krachtige en onafhankelijke interne risicobeheerfunctie, afhankelijk van externe partijen, zoals vermogensbeheerders, waaraan taken zijn uitbesteed. De afspraken met deze pensioenuitvoeringsorganisaties blijken bij meerdere fondsen echter onvoldoende om een adequate controle en sturing door het pensioenfondsbestuur mogelijk te maken. Evenmin wordt consequent afgedwongen dat er op heldere wijze over risico's wordt gerapporteerd. Tegenover het verlies aan directe controle door uitbesteding staan dan onvoldoende compenserende beheersingsmaatregelen. De noodzaak van een adequaat beheersingsraamwerk wordt niet altijd afdoende onderkend. In de praktijk is zelfs waargenomen dat besturen die het vermogensbeheer hebben uitbesteed aan een fiduciair manager, zich vervolgens niet langer volledig verantwoordelijk voelen voor de adequate uitvoering daarvan.

### Vervolgstappen

Het is zaak dat pensioenfondsen zo snel mogelijk omissies in het risicobeheer wegwerken en een adequate bedrijfsvoering realiseren. Naast een onafhankelijke risicobeheerfunctie is het van belang dat fondsen hun beleggingsbeleid aanpassen aan hun capaciteit en bereidheid om risico's te dragen. Door een juiste organisatorische opzet kan de governance worden verbeterd en kunnen gebreken in het strategische beleggingsbeleid en de uitvoering tijdig worden gesignaleerd en aangepakt.

Naar aanleiding van het onderzoek spreekt DNB de betrokken fondsen uiteraard aan op geconstateerde

tekortkomingen. Ook zal DNB opnieuw onderzoek doen naar het beleggingsbeleid van individuele fondsen. De ernst en de reikwijdte van de bevindingen benadrukken bovendien de noodzaak om sectorbreed verbeteringen te bewerkstelligen. DNB zoekt daartoe in overleg met de sector naar mogelijkheden om deze tot stand te brengen. Voorbeelden uit de praktijk kunnen worden gebruikt om 'good practices' op te stellen, zodat fondsen van elkaar kunnen leren. Ten slotte gaat DNB pleiten voor aanpassingen in het wettelijke kader. Hoewel het FTK heeft bijgedragen aan het transparant maken van risico's en het stimuleren van een beter risicobeheer, bevat het FTK ook elementen die het nemen van risico eenzijdig belonen. Dat wil zeggen dat de potentieel negatieve gevolgen van het aangaan van risico's onvoldoende worden belicht ten opzichte van de voordelen. Dit speelt bijvoorbeeld een rol bij het berekenen van de gedempte kostendeekkende premie en het vereist eigen vermogen. Zo ontstaat bij het berekenen van de gedempte kostendeekkende premie de opmerkelijke relatie dat door het nemen van meer risico de premie lager kan worden vastgesteld. Door het FTK op onderdelen aan te passen kan mede worden bewerkstelligd dat fondsen een betere afweging maken tussen rendement en risico.

# Bezuinigen en groeien

*De financiële en economische crisis heeft in Nederland grote schade aangericht. Zelfs tijdens de Grote Depressie van de jaren dertig zakte de economische activiteit binnen één enkel jaar niet zo ver ineen en was de averij aan het begrotingssaldo niet zo groot als nu. Om de verwachte schuldoploop te stoppen, is vanaf 2011 een tekortreductie van 1%-punt per jaar noodzakelijk. Bij een lage groei betekent dat een zware bezuinigingsopgave. Een hogere groei, die deze opgave zou kunnen verlichten, vereist eveneens beleidsinspanningen. Van groot belang zijn het stimuleren van de arbeidsparticipatie, het bevorderen van een soepel herstructureringsproces en het op gang houden van de kredietverlening.*

## De schade van de crisis

In het afgelopen jaar is de wereldeconomie hard geraakt door de financiële crisis. Vooral in het vierde kwartaal van vorig jaar en het eerste kwartaal van dit jaar liep de economische activiteit in veel regio's sterk terug. Ten opzichte van een jaar eerder ligt het Nederlandse bruto binnenlands product (bbp) in 2009 naar verwachting 4 procent lager dan in 2008. Dit is een ongekende daling. Zoals grafiek 1 laat zien, overtreft de huidige inzinking de terugval van de ernstige economische crisis begin jaren tachtig. Zelfs tijdens de Grote Depressie in de eerste helft van de jaren dertig daalde het Nederlandse bbp in geen enkel jaar met meer dan 3,4%, hoewel de cumulatieve terugval toen groter was dan nu voorzien wordt.

Door de financiële en economische crisis hebben ook de overheidsfinanciën grote averij opgelopen. Grafiek 2 plaatst het begrotingstekort en de schuldquote in een langetermijnperspectief. Het voor 2010 geraamde tekort van 6,3% bbp is vergelijkbaar met het tekort in 1982 toen de overheidsfinanciën volledig waren ontspoord, en zelfs groter dan tijdens de Grote Depressie. Deze tekorten leiden tot een verdere oploop van de schuldquote tot 68,3% bbp in 2010, nadat deze door de noodzakelijke steun aan de financiële sector in 2008 al met ruim 12,5%-punt steeg.

De volgende paragraaf belicht met rekenexercities hoe de schuldquote zich in de komende jaren kan ontwikkelen en hoe groot de beleidsinspanning moet zijn om de oploop van de schuldquote in de komende kabinetsperiode te stoppen. De paragraaf daarna gaat in op het effect van de crisis op de trendmatige economische groei en hoe de overheid de groeierugval kan minimaliseren.

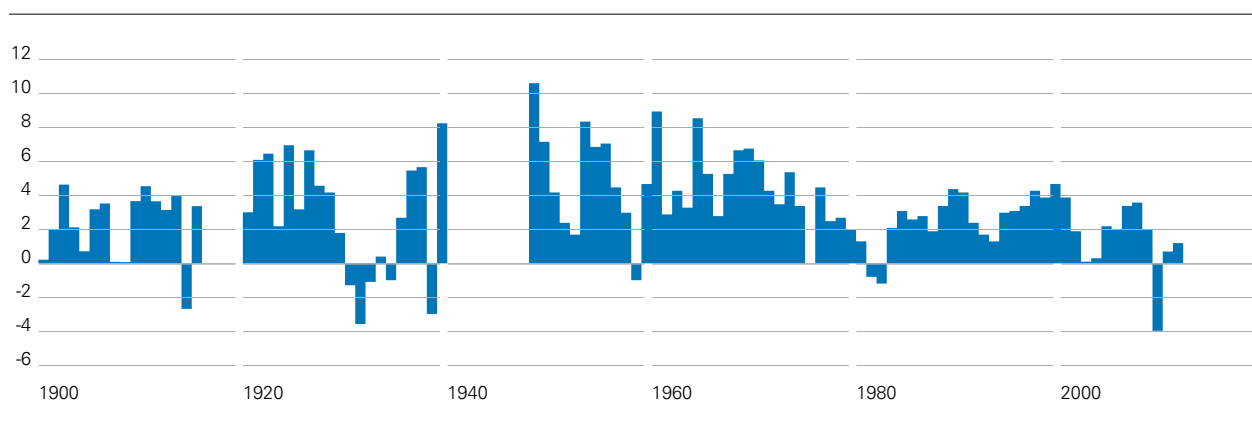
## Bezuinigen om de overheidsfinanciën op orde te krijgen

De ontwikkeling van de schuldquote in het aankomende decennium is afhankelijk van de ontwikkeling van het begrotingstekort. Indien het begrotingstekort op het voor 2010 geraamde niveau blijft hangen, loopt de schuld op tot 100% bbp in 2019. Met het oplopen van de schuldquote nemen ook de rentelasten toe, die andere overheidsuitgaven verdringen of het begrotingstekort verder vergroten. Uitgaande van een rente van 4%, ongeveer de huidige gemiddelde rente op de overheidsschuld, zijn de rente-uitgaven bij een gelijkblijvend begrotingstekort na 2010 aan het eind van de komende kabinetsperiode (2015) 1,6 %-punt bbp hoger dan in 2007. Een sterk stijgende schuld kan, met de vergrijzing voor de deur, het vertrouwen in houdbare overheidsfinanciën ondermijnen. Momenteel heeft de grote vraag naar staatsobligaties een drukkend effect op de rente, maar op termijn kan een sterk stijgende schuld leiden tot hogere rentes en wellicht zelfs oplopende inflatieverwachtingen. Ook neemt bij een stijgende schuldquote de capaciteit van de overheid af om schokken in de economie op te vangen. Kortom, gezien de oplopende schuldquote is het essentieel om het begrotingstekort in de komende kabinetsperiode te verkleinen.

Grafiek 3 toont drie paden voor de reductie van het begrotingstekort in de komende twee kabinetsperiodes, van 2011-2019, en de bijbehorende ontwikkeling van de schuldquote.<sup>1</sup> In het eerste scenario komt de reductie van het tekort slechts moeizaam van de grond, evenals in de jaren tachtig en begin jaren negentig. De schuldquote blijft in dit geval gestaag stijgen tot 85% bbp in

### Grafiek 1 BBP-groei in Nederland

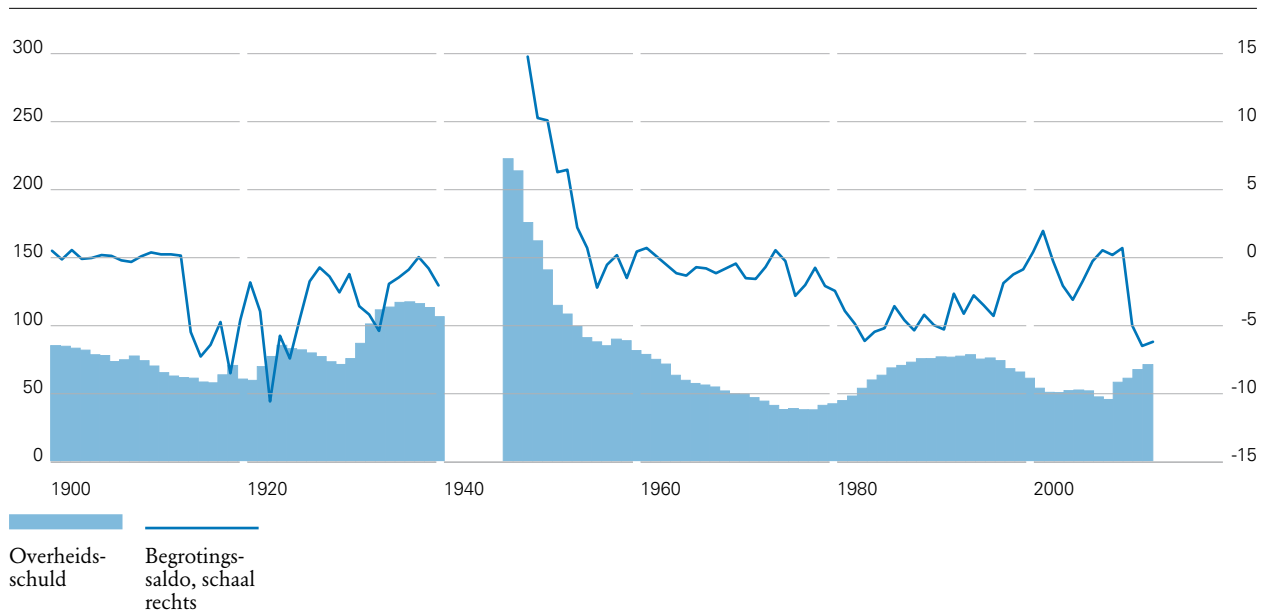
Procentuele jaarmutataties



Bron CBS, Maddison.

## Grafiek 2 Begrotingssaldo en overheidsschuld van Nederland

Procenten bbp



Bron: CPB, CBS en DNB.

2015 en bijna 93% bbp in 2019. In het tweede scenario is de verlaging van het tekort wel groot genoeg om de schuldquote te stabiliseren. De schuld piekt in 2017 op 82% bbp. In het derde scenario is de verbetering van het begrotingstekort vergelijkbaar met de consolidatie in de tweede helft van de jaren negentig, waardoor de oploop van de schuldquote in de komende kabinetsperiode tot staan wordt gebracht. De schuldquote piekt hierbij in 2014 op bijna 75% bbp. Hierbij dient te worden opgemerkt dat indien alle steun aan de financiële sector wordt terugbetaald, de schuldquote in 2019 ongeveer 9 %-punt lager uitkomt dan in de getoonde scenario's.

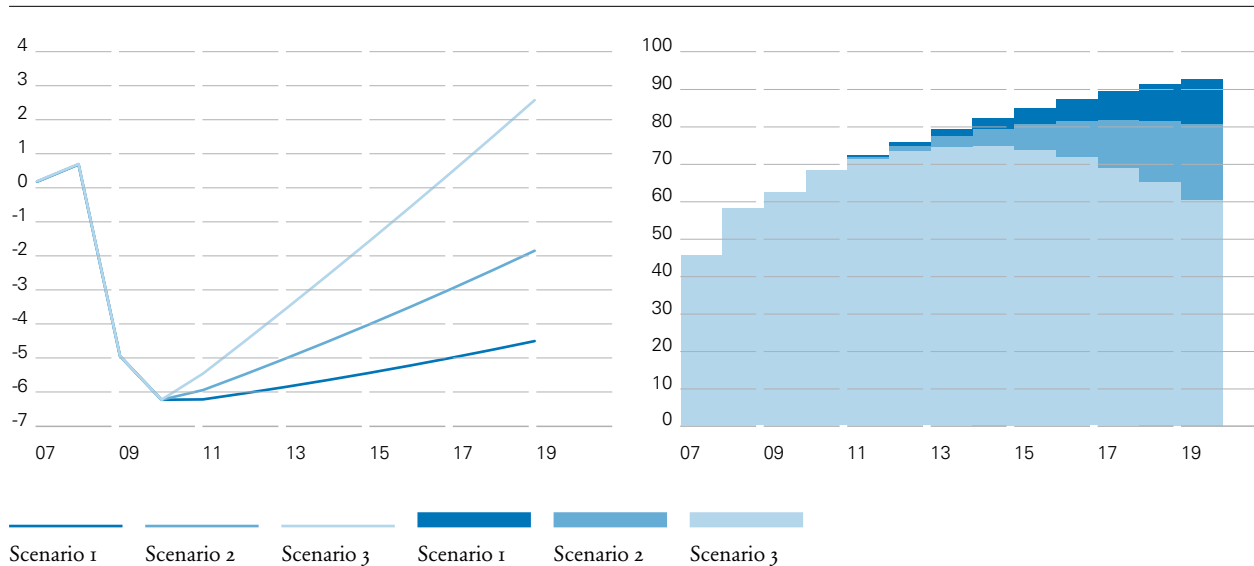
De scenario's in figuur 3 laten zien dat het begrotingstekort jaarlijks met ongeveer 1 %-punt moet worden verlaagd om de oploop van de schuldquote in de komende kabinetsperiode te stoppen. De beleidsinspanning die hiervoor nodig zal zijn, is sterk afhankelijk van het economische herstel in de aankomende jaren. Dit wordt geïllustreerd aan de hand van indicatieve berekeningen voor de bezuinigingsopgave onder drie verschillende scenario's voor de economische ontwikkelingen op (middel)lange termijn. Tabel 1 toont de ruimte om de uitgaven van de overheid in reële termen te laten groeien bij een reductie van het begrotingstekort van gemiddeld 1%-punt per jaar en geeft daarmee een beeld van de uitdagingen die een komend kabinet te wachten kan staan. Een deel van de reductie vindt 'automatisch'

plaats, dat wil zeggen zonder beleidsinspanningen, doordat sommige inkomsten bij het herstel weer zullen toenemen en verschillende uitgaven zullen afnemen. Het is echter onwaarschijnlijk dat de overheidsfinanciën daardoor vanzelf weer helemaal op orde komen.

Hoewel het kabinet natuurlijk ook de lasten kan verzwaren, wordt de verbetering van het begrotingssaldo in de scenario's volledig via de uitgavenkant vormgegeven, omdat de huidige verslechtering van het begrotingssaldo voornamelijk is te herleiden tot een oplopende uitgavenquote. De uitgaven zijn voor meerdere jaren vastgelegd in de uitgavenkaders, die zijn opgesteld onder de aanname van een gemiddelde economische groei van 2%. Doordat de uitgaven niet mee bewegen met het bbp, vormen zij een belangrijke stabilisator voor de economie. Dit leidt momenteel echter ook tot een snel oplopende uitgavenquote. Een verbetering van het begrotingssaldo via de uitgaven is doorgaans ook effectiever, omdat deze minder gemakkelijk ongedaan wordt gemaakt. In de tabel is te zien dat als de trendgroei in de komende kabinetsperiode op 1% blijft steken (scenario 1), de overheidsuitgaven in reële termen met 0,8% per jaar moeten krimpen om toch tot een jaarlijkse saldoverbetering van 1%-punt te komen. Als de trendgroei daarentegen 2,5% per jaar bedraagt (scenario 3), dan kunnen de overheidsuitgaven bij een saldoverbetering van 1%-punt per jaar nog met 1,4% per jaar

### Grafiek 3 Consolidatie en schuldontwikkeling 2011-2019

Procentpunten per jaar

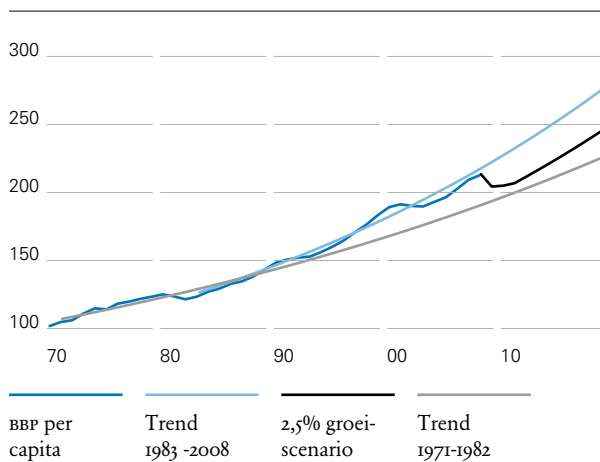


Scenario 1: gemiddelde consolidatie van 0,2%-punt per jaar.  
 Scenario 2: gemiddelde consolidatie van 0,5%-punt per jaar.  
 Scenario 3: gemiddelde consolidatie van 1,0%-punt per jaar.

groeien. De mate waarin komende kabinetten zullen moeten bezuinigen om het begrotingstekort te verkleinen, wordt dus sterk beïnvloed door de hoogte van de economische groei.

### Grafiek 4 BBP per capita in Nederland

Index 1970 = 100



Bron: CBS, DNB.

### Beleidsinspanningen om op een gunstig groeipad terug te keren

De recente diepe bbp-terugval vormt een aanslag op de Nederlandse welvaart. Grafiek 4 geeft de ontwikkeling van de welvaart, gemeten in bbp per capita, vanaf begin jaren zeventig ten opzichte van twee trendlijnen uit het verleden. Uit deze figuur blijkt dat de Nederlandse welvaart door de crisis van het hogere trendpad vanaf begin jaren tachtig is af gevallen. Hoe de economische groei – en daarmee de welvaart – zich in de komende jaren ontwikkelt, is afhankelijk van de kracht van het cyclische herstel en de mate waarin het Nederlandse productiepotentieel is aangetast. Daarbij speelt het beleid een belangrijke rol.

Wanneer de wereldeconomie weer aantrekt, zijn er voor Nederland vanwege het grote onbenutte arbeidspotentieel en de lage bezettingsgraad natuurlijk volop mogelijkheden om een krachtige inhaalslag te maken. Het cyclische herstel, door een toenemende buitenlandse vraag, verkleint vanzelf de afstand tot de hogere welvaartstrend. In het meest optimistische herstelscenario, dat zich bijvoorbeeld begin jaren negentig in Zweden na een zware financiële crisis voltrok, wordt die afstand zelfs weer volledig overbrugd. Een dergelijk krachtig herstelscenario is voor Nederland nu niet zo

Tabel 1 Jaarlijkse consolidatie met 1%-punt in verschillende scenario's

Uitkomsten	Gemiddelde reële groei	bbp-deflator	Automatische stabilisatoren <sup>1</sup>	Saldo 2015	Ruimte reële uitgavengroei
Scenario 1	1,0	1,5	1,5	-1,3	-0,8
Scenario 2	1,5	2,0	2,3	-1,3	0,1
Scenario 3	2,5	2,0	3,0	-1,3	1,4

<sup>1</sup> Saldowinst als gevolg van de automatische stabilisatoren in de periode 2011-2015.

Toelichting: Het begrotingssaldo voor 2010 is ontleend aan de BMPE raming van december 2009. In de scenario's is uitgegaan van een gemiddelde rente op de overheidsschuld van 4%.

waarschijnlijk, omdat praktisch de gehele wereldeconomie gelijktijdig in een crisis verkeert. In de DNB-raming (zie het artikel 'Raming voor de Nederlandse economie') blijft de Nederlandse groei tot aan het begin van de komende kabinetsperiode zeer laag. Bij dit cyclische herstel ligt de welvaart enige tijd in de buurt van het lagere trendpad uit de jaren zeventig.

Behalve van de kracht van het cyclische herstel is de groei in de komende jaren afhankelijk van de ontwikkeling van het Nederlandse productiepotentieel. De huidige crisis leidt momenteel tot diepgaande reorganisaties, waarbij overcapaciteit wordt teruggebracht en arbeidsplaatsen worden weggesneden. Enerzijds krijgt het bedrijfsleven daarmee de kans om de organisatie op te schudden. De efficiëntie waarmee Nederlandse bedrijven hun werknemers en productiemiddelen inzetten kan daardoor omhoog. Anderzijds is het denkbaar dat overbodige productiemiddelen, zoals gebouwen en computerapparatuur, niet door andere Nederlandse bedrijven zijn te gebruiken en volledig verloren gaan. Ook is het denkbaar dat eenmaal ontslagen werknemers ook op termijn niet meer elders aan de slag komen. In de huidige raming voorziet DNB dat de negatieve effecten in ieder geval op de korte termijn overheersen. De 'potentiële groei' valt terug van circa 1<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% in 2008 tot ruim <sup>3</sup>/<sub>4</sub>% in 2009-2011, mede omdat de structurele werkloosheid met ruim 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub> % toeneemt tot een niveau van 5,5% van de beroepsbevolking in 2011.

Het zal grote beleidsinspanningen vergen om in het komende decennium op de hoge trendlijn vanaf begin jaren tachtig uit te komen. Grafiek 4 laat tevens zien dat een gemiddelde groei van 2,5% per jaar in 2012-2019 ontoereikend is om op het oude pad uit te komen. Om een hogere groei te behalen, dienen in ieder geval de fouten uit het verleden te worden vermeden. Begin jaren tachtig viel het beschikbare arbeidspotentieel

terug, doordat werknemers met vervroegde uittredingsregelingen de arbeidsmarkt konden verlaten. Het is van groot belang dat de Nederlandse overheid zich samen met de sociale partners tot het uiterste inspant om dat nu te voorkomen, en andere maatregelen treft om de arbeidsparticipatie verder te verhogen. De vergrijzing leidt immers tot een afname van de beroepsbevolking.

De mate waarin het verlies aan productieve kapitaalgoederen kan worden beperkt hangt samen met de efficiëntie van het herstructureringsproces, waarbij sommige bedrijfstakken en bedrijven krimpen en andere uitbreiden. Een soepel herstructureringsproces vereist in ieder geval een snelle, doeltreffende afwikkeling van faillissementen, zodat waardevolle productiemiddelen niet onnodig lang onbenut blijven. Onnodige faillissementen moeten worden voorkomen. Kortdurende overheidssteun aan bedrijven, bijvoorbeeld met de regeling voor werktijdverkorting, kan helpen om door de huidige periode van extreme vraaguitval heen te komen. Maar als deze steun een permanent karakter krijgt, dan worden onvermijdelijke reorganisaties noodloos uitgesteld. Dit is een belangrijke les van de ondersteuning van de scheepsbouw in de jaren zeventig.

Een belangrijk risico voor de herstructurering vormen het functioneren van de financiële sector en de bereidheid van beleggers om risicodragend kapitaal te blijven verstrekken. Het zou zeer schadelijk zijn voor de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit – en daarmee voor de groei van het productiepotentieel – indien innovatieve bedrijven van financiering verstoken blijven door verzwakte bankbalansen of risicomijdende financiële markten. Dat gebeurde bijvoorbeeld in Japan na de bankencrisis van begin jaren negentig. Het is dus van belang dat de Nederlandse overheid de kredietverlening waar nodig ondersteunt.

## Tot besluit

De verder groeiende overheidsbestedingen en de stijgende uitkeringsuitgaven vormen een welkome impuls in een zwakke economie, maar leiden tot een hoog begrotingstekort. Reductie daarvan is noodzakelijk, maar mag niet te vroeg worden ingezet. Dit zou het economische herstel in de kiem smoren. Bij langdurig uitstel van de tekortreductie loopt de schuld echter te snel op, met alle negatieve gevolgen van dien voor de groei. Bij de huidige projecties voor het economische herstel, zou in 2011 al een begin moeten worden gemaakt met een substantiële verkleining van het tekort. Een op economische groei georiënteerd beleid kan de opgave verlichten. Maar hiervan mogen geen wonderen worden verwacht. De schade enigszins binnen de perken houden is een meer realistisch streven voor de toekomst.

1 Hierbij is een voorzichtige raming voor de trendgroei van 1,5% per jaar gebruikt. Deze ligt ongeveer 0,5%-punt lager dan de groei waarvan werd uit gegaan in de vorige kabinetsperiodes.

# Contante betalingen geteld

*Nederlanders betaalden in 2007 5,5 miljard keer contant, zo blijkt uit onderzoek van de Nederlandsche Bank. Contant geld is daarmee nog altijd het meest gebruikte betaalmiddel aan de kassa, maar elektronische betaalmiddelen winnen snel terrein. Veranderde betaalgewoonten tussen 2002 en 2007 hebben in 2007 geleid tot kostenbesparingen van EUR 100 miljoen op jaarbasis.*

*Vanaf 2007 zijn marktpartijen diverse campagnes gestart zoals 'Klein bedrag? PINNEN mag!', om pinnen verder te stimuleren en nog meer kostenbesparingen te realiseren. Dit heeft het gebruik van de pinpas een flinke impuls gegeven. In mei 2009 hebben banken, winkeliers, horeca en benzinestations opnieuw afgesproken contant geld verder terug te dringen.*

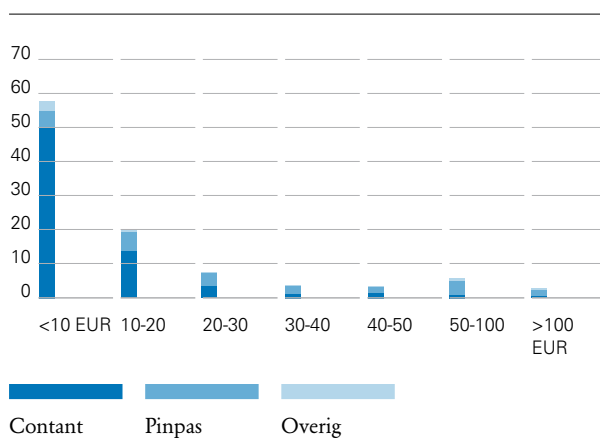
## Het aantal contante betalingen in kaart gebracht

Nederlandse consumenten betaalden in 2007 ongeveer 5,5 miljard keer met contant geld, zo blijkt uit schattingen van de Nederlandsche Bank. Lange tijd was onduidelijk hoeveel contante betalingen er jaarlijks zijn in Nederland. Contante betalingen worden namelijk in tegenstelling tot pasbetalingen niet centraal geregistreerd. Hoewel verschillende partijen al eerder hadden geprobeerd er een schatting van te geven, liepen de resultaten sterk uiteen. De studies verschilden op vele punten van elkaar, zoals qua onderzoekspopulatie, onderzoeksperiode en wijze van interviewen, waardoor onderlinge vergelijking moeilijk was. Daarom heeft DNB in september 2007 samen met onderzoeksbureaus TNS NIPO en GfK uitgebreid onderzoek gedaan naar wat de beste manier is om het betaalgedrag van consumenten in kaart te brengen. Uit het onderzoek blijkt dat consumenten betalingen het minst vaak vergeten wanneer zij gedurende één dag hun betalingen bijhouden in een dagboekje.

Het is voor zowel DNB als de marktpartijen belangrijk om op de hoogte te zijn van het aantal contante betalingen in Nederland. Zonder actuele en betrouwbare informatie is het moeilijk een beeld te krijgen van de kosten van het betalingsverkeer en van de besparingsmogelijkheden. Daarnaast is het voor DNB, die verantwoordelijk is voor de uitgifte van nieuwe bankbiljetten en de Nederlandse geldcirculatie, van belang zicht te hebben op het gebruik van contant geld. Sinds de invoering van de euro is dit moeilijker geworden, omdat er geen gegevens meer zijn over de eurobankbiljetten die in Nederland in omloop zijn.

### Grafiek 1 Verdeling toonbankbetalingen naar bedrag en betaalmiddel, september 2007

In procenten van totale aantal betalingen



Bron: DNB/Currence<sup>1</sup>.

Uit het DNB-onderzoek blijkt dat van de 5,5 miljard contante betalingen ongeveer 4,9 miljard plaatsvonden aan de kassa in bijvoorbeeld een winkel, restaurant of benzinstation. De overige 600 miljoen waren betalingen tussen burgers onderling, zoals voor zakgeld en aan goede doelen. Gemeten naar aantallen betalingen is contant geld het meest gebruikte betaalmiddel: 72% van alle aankopen betalen consumenten contant, 24% met de pinpas en 4% met betaalmiddelen zoals de chipknip, tankkaart of creditcard. De meeste toonbankbetalingen in Nederland liggen onder de EUR 10 (grafiek 1). Voor deze betalingen is contant geld het meest gebruikte betaalmiddel. Voor bedragen tussen de EUR 20 en EUR 30 gebruiken consumenten ongeveer even vaak contant geld als hun pinpas.

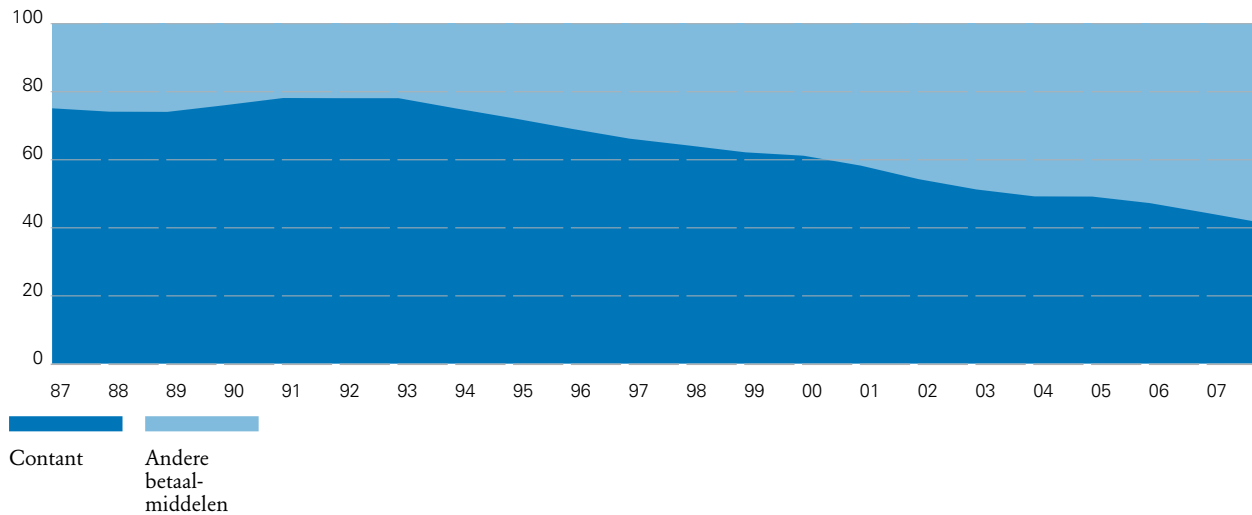
Bedragen boven de EUR 30 pinnen zij meestal. Verder blijkt dat er relatief veel contante betalingen plaatsvinden in de horeca, bij voedselspecialzaken en in de recreatieve sector.

## De ontwikkeling van contant geld

DNB gaat het onderzoek naar het aantal contante betalingen in Nederland jaarlijks herhalen om de ontwikkeling van het betaalgedrag van Nederlanders te blijven volgen. In tegenstelling tot het aantal is de waarde van contante betalingen af te leiden via de totale consumptieve bestedingen aan de toonbank minus de waarde van cheques en elektronische betalingen (grafiek 2). Het aandeel van contant geld in de totale omzet aan de toonbank is vanaf 1992 geleidelijk aan het afnemen. In 1992 werd ongeveer 79% van alle bestedingen contant afgerekend. Grote bedragen betaalden consumenten toen vaak met cheques. Slechts 2% werd betaald met de pinpas. Vanaf 1992 nam het gebruik van de pinpas fors toe en al snel verdwenen de cheques van het toneel. Ook de waarde van contante betalingen nam hierdoor sterk af. Vanaf 2004 ligt de totale omzet van contante betalingen zelfs onder die van pinbetalingen. In 2008 betaalden consumenten 40% van hun bestedingen met contant geld tegen 55% met de pinpas. Consumenten gebruiken naast de pinpas ook steeds vaker andere elektronische betaalmiddelen, zoals de chipknip en creditcard. Deze worden echter alleen in specifieke sectoren gebruikt. Zo wordt de chipknip vooral gebruikt bij snoep- of kaartjesautomaten en in bedrijfskantines, en de creditcard in de horeca, bij benzinstations en in de modebranche. Hun rol in het Nederlandse betalingsverkeer is hierdoor bescheiden.

## Grafiek 2 Ontwikkeling gebruik contant geld

In procenten van de totale omzet van toonbankbetalingen



Bron: CBS/Currence.<sup>1</sup>

### De kosten van het betalingsverkeer

Betalen kost geld. Uit eerdere schattingen van DNB is gebleken dat DNB, de banken, transactieverwerkers en winkeliers jaarlijks bijna EUR 3 miljard aan kosten maken om alle betalingen aan de kassa mogelijk te maken. Denk bijvoorbeeld aan de kosten van geldautomaten, het transport van bankbiljetten en munten, de plaatsing van betaalautomaten en de internet- of telefoonverbinding voor het pinverkeer. Deze kosten zijn maatschappelijke kosten, die op de een of andere manier uiteindelijk worden betaald door consumenten, via verkoopprijzen, bancaire tarieven of de belasting.

Banken en winkeliers kunnen hun kosten voor het betalingsverkeer verlagen door het gebruik van contant geld verder terug te dringen. Schattingen van DNB tonen aan dat de vervanging van contant geld door de pinpas vanaf 2002, in 2007 heeft geleid tot een kostenbesparing op jaarbasis van EUR 100 miljoen voor de banken, winkeliers en DNB samen. Dat is een besparing van 4% op de totale kosten voor contante en pinbetalingen. Deze besparing komt uiteindelijk bij consumenten terecht. Internationaal gezien kent Nederland een efficiënt betalingsverkeer. Dit uit zich in relatief lage tarieven voor consumenten. Zo heeft de Europese Commissie onlangs aangetoond dat de tarieven voor een betaalrekening in Nederland laag zijn vergeleken met andere landen in de EU.

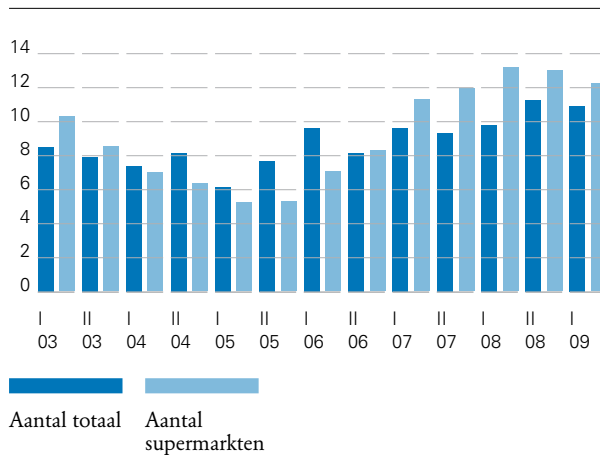
### Maatregelen om het gebruik van contant geld terug te dringen

In 2005 hebben de Nederlandse banken en toonbankinstellingen (winkeliers, horeca en benzinebranche) het Convenant Betalingsverkeer gesloten om onder meer de kosten van het betalingsverkeer te verlagen.

Als uitvloeisel hiervan is de Stichting Bevorderen Efficiënt Betalen (BEB) opgezet die allerlei projecten ontwikkelt en ondersteunt gericht op ondernemers om het gebruik van contant geld verder terug te dringen. Zo kregen alle ondernemers tussen april 2007 en eind 2008 een subsidie wanneer zij een speciaal voor kleine ondernemers ontwikkeld pinpakket afdamen. Door deze actie zijn meer dan 11.000 ondernemers de pinpas gaan accepteren. Ook buiten de Stichting BEB om werken winkeliers, horeca-ondernemers en banken samen om het gebruik van contant geld terug te dringen. In Almere is als reactie op de stijgende overvalcriminaliteit in samenwerking met de gemeente en Currence het project 'Almere cash-less' gestart. Doel hierbij is om winkeliers én consumenten bewuster te maken van niet alleen de kosten- maar ook de veiligheidsvoordelen van pinnen. Currence is als producteigenaar van PIN verantwoordelijk voor publiekscampagnes rondom pinnen. Zij organiseert in samenwerking met de Stichting BEB ook de campagne 'Klein bedrag? PINnen mag!'. Hierbij worden consumenten via tv-spotjes gestimuleerd om vaker kleine bedragen te pinnen en worden winke-

**Grafiek 3** Jaarlijkse groei aantal pinbetalingen bij alle toonbankinstellingen en bij supermarkten, 2003 - 2009-1.

In procenten



Bron: Currence.

liers aangemoedigd hun klanten ook kleine bedragen te laten pinnen. Diverse winkeliers zijn in september 2008 gestart hun klanten te stimuleren om te pinnen door middel van promotiemateriaal, PIN & WIN-acties en door toeslagen op lage pinbetalingen af te schaffen. De campagne richtte zich in het begin op supermarkten, maar al snel volgden anderen zoals de drogisterijen en slijterijen.

De verschillende initiatieven hebben succes. Zij hebben niet alleen geleid tot meer pinbetalingen in deelnemende sectoren, maar hebben ook een uitstralingseffect naar andere branches. Ook daar kunnen consumenten steeds vaker pinnen en hoeven zij minder vaak extra te betalen voor het pinnen van lage bedragen. De jaarlijkse groei van het aantal pinbetalingen is sinds de sluiting van het Convenant in november 2005 gestegen van 7% in 2005 naar 11% in 2008/09. De campagne 'Klein bedrag? PINnen mag!' begon bij de supermarkten en daar is de stijging van het aantal pinbetalingen groter dan bij alle toonbankinstellingen samen (grafiek 3). Consumenten zijn vooral steeds vaker lagere bedragen gaan pinnen. Daardoor is het gemiddelde pinbedrag in vier jaar tijd gedaald van EUR 44,60 in 2005 naar EUR 39,45 in de eerste helft van 2009. De stimuleringsmaatregelen lijken ook effect te hebben op het gebruik van contant geld. Na enkele jaren van stabilisatie nemen de waarden van zowel geldopnamen als -afstorting door consumenten en bedrijven sinds het tweede halfjaar van 2008 af (grafiek 4).

## Een blik vooruit

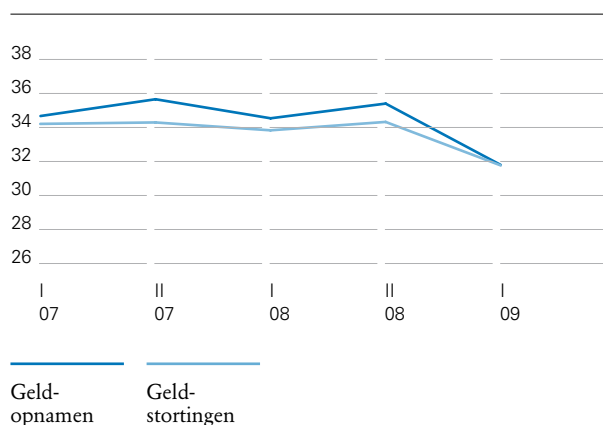
Ondanks de sterke groei in het gebruik van de pinpas is er nog veel ruimte voor verdere vervanging van contant geld en dus voor verdere kostenbesparingen. Daarom hebben de Nederlandse banken en toonbankinstellingen in mei 2009 opnieuw afspraken gemaakt. Deze zijn vastgelegd in een Nadere Overeenkomst bij het Convenant Betalingsverkeer 2005. Het streven is om het aantal betaalautomaten te laten groeien naar 270.000 en het aantal pinbetalingen naar 2,7 miljard in 2012. Stichting BEB heeft een vierjarenplan opgesteld waarin de plannen nader zijn uitgewerkt. Op de korte termijn richt de stichting zich op het promoten van pinbetalingen onder ondernemers en consumenten. Op de lange termijn zullen banken komen met nieuwe elektronische betaalmethoden.

Op de korte termijn zijn er verschillende acties. Om de doelstelling van 270.000 betaalautomaten te realiseren heeft de stichting BEB een subsidieregeling in het leven geroepen om de ondernemers die nu nog geen pinbetalingen accepteren over de streep te trekken. Daarnaast stimuleert de Stichting BEB onder andere initiatieven die het pinnen toegankelijker maken voor consumenten met een functiebeperking. Om het doel van 2,7 miljard pinbetalingen te realiseren, breidt Currence de publiekscampagne 'Klein bedrag? PINnen mag!' uit naar nieuwe branches, te beginnen met de doe-het-zelf branche. Ook organiseert zij een landelijke eindejaar 'PIN & WIN winterfeest'.

De komst van nieuwe elektronische betaalvormen die laagwaardige contante betalingen kunnen vervangen speelt op de langere termijn (4-6 jaar). Banken zijn

**Grafiek 4** Waarde opnamen en stortingen contant geld, 2007 - 2009-1

In miljarden euro's



bezig met de ontwikkeling ervan en in de loop van 2010 komen zij met voorstellen. De nieuwe betaalvormen moeten veilig, betrouwbaar, kostenefficiënt en een hoge transactiesnelheid hebben en ze moeten inspelen op de relatieve voor- en nadelen van contant geld voor consumenten en ondernemers. Nederlanders kunnen nu overigens al met hun mobiele telefoon parkeergeld betalen en geld naar elkaar overmaken via sms-berichten. Er zijn ook proeven geweest voor het mobiel afrekenen van aankopen in winkels. In het buitenland kunnen consumenten soms al kleine transacties afrekenen in winkels met een betaalpas met een contactloze chip. Wellicht dat dit in de toekomst ook in Nederland mogelijk wordt.

### Tot slot

DNB zal het gebruik van betaalmiddelen aan de kassa nauwgezet blijven volgen. Zij verwacht dat het belang van contant geld langzaam zal teruglopen en dat het belang van elektronische betaalmiddelen zal toenemen met verdere besparingen tot gevolg. DNB acht het van belang dat marktpartijen gezamenlijk nadenken over hoe het gebruik van veilige en efficiënte elektronische betaalmiddelen door consumenten en winkeliers gestimuleerd kan worden. Ook nieuwe betaalmiddelen kunnen een veilig en efficiënt alternatief zijn van contant geld. Er zullen echter wel enige jaren overheen gaan tussen een proef met een nieuw betaalmiddel en een eventueel grootschalig gebruik ervan door consumenten en winkeliers.

<sup>1</sup> De gegevens van contante betalingen zijn afkomstig uit het DNB-onderzoek en die van pinbetalingen van Currence, de producteigenaar van PIN.

# Bankfaillissementen in historisch en internationaal perspectief

*Sinds het begin van de kredietcrisis zijn in Nederland drie bancaire instellingen omgevallen. Faillissementen in het bankwezen komen echter zelden voor, zeker over de langere termijn bezien en ook in vergelijking met de financiële sector in brede zin of het gehele bedrijfsleven. Bij bankfaillissementen speelt de bijzondere omstandigheid dat autoriteiten vaker maatregelen nemen die zijn gericht op het voorkomen van faillissementen. Voor grote, grensoverschrijdende banken geldt dat deze in de praktijk 'too big too fail' zijn: als zij failliet gaan, zou dit een crisis in het financiële systeem veroorzaken. Beleidsmakers werken nu aan maatregelen die publieke steun aan dergelijke banken voorkomen en een ordelijke afbouw mogelijk maken. Als banken minder gemakkelijk kunnen rekenen op steun als de risico's verkeerd uitpakken, zullen zij naar verwachting minder grote risico's nemen, waardoor de kans op een nieuwe systeemcrisis afneemt.*

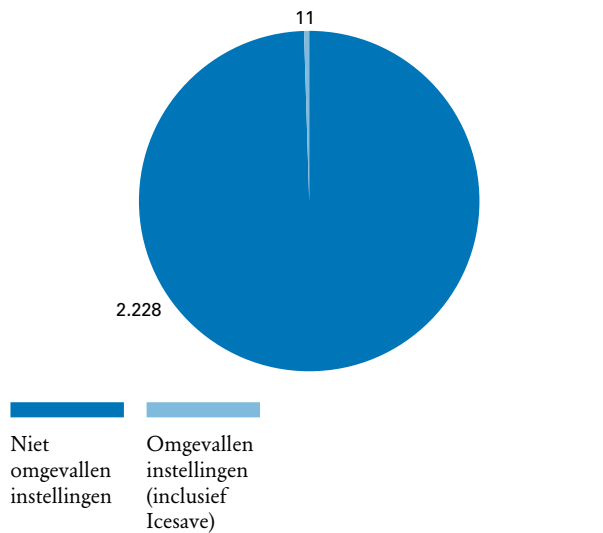
## Inleiding

Tijdens de huidige kredietcrisis hebben de autoriteiten het bankwezen op grote schaal ondersteund om te voorkomen dat in beginsel gezonde banken in ernstige problemen zouden raken. Dankzij deze maatregelen is slechts een beperkt aantal banken failliet gegaan. In Nederland zijn in korte tijd drie bancaire instellingen omgevallen: DSB Bank (oktober 2009), Icesave, het IJslandse bijkantoor van Landsbanki (oktober 2008) en Indover, een dochter van Bank Indonesia (oktober 2008). Ook al gaat het om relatief kleine instellingen, elk bankfaillissement krijgt veel aandacht (grafiek 1). Dat kan ten onrechte de indruk wekken dat bankfaillissementen in Nederland vaak of steeds vaker voorkomen.

## Minder faillissementen dan vroeger

Ondanks de drie recente faillissementen is het aantal bankfaillissementen in Nederland significant afgenomen, gezien over een langere periode en rekening houdend met het afnemende aantal banken (grafiek 2). Er is een verschil tussen grofweg de periode voor de Tweede Wereldoorlog en de periode daarna. Dit hangt mogelijk samen met de invoering van nieuwe wetgeving voor banken in 1948 (Bankwet), waarbij DNB formeel toezichthouder werd. Zo waren er van 1900 t/m

**Grafiek 1 Totale activa van (omgevallen) bancaire instellingen in Nederland over de afgelopen 5 jaar**  
Miljarden euro's

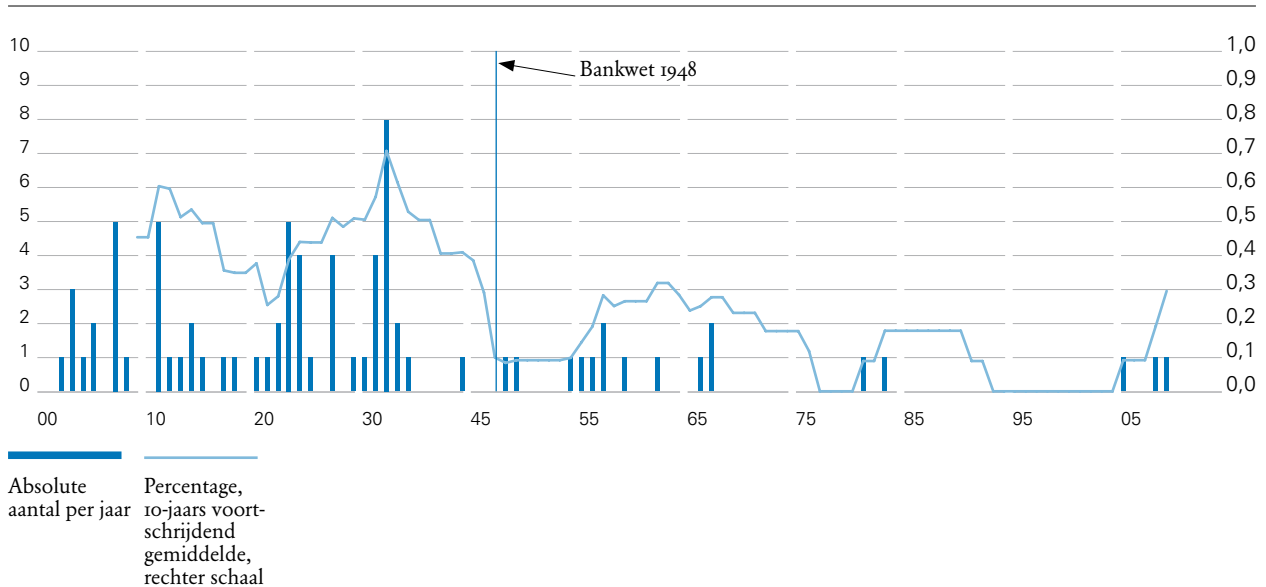


Toelichting: omgevallen instellingen betreffen de som van de activa van DSB Bank, Indover, Van der Hoop en Icesave. Voor Icesave zijn de in Nederland aangetrokken spaargelden gehanteerd. Totale banksector betreft balanstotaal van het binnenlands bankbedrijf ultimo 2008.  
Bron: DNB en jaarverslagen.

1947 in totaal 61 faillissementen, tegen 17 in de periode na 1948. In relatieve termen – het percentage bankfail-

**Grafiek 2 Bankfaillissementen in Nederland sinds 1900**

Absoluut, percentage van totaal aantal banken (rechter-schaal)



Toelichting: Cijfers voor 1940-1945 ontbreken.  
Bron: DNB.

lissementen ten opzichte van het aantal banken – is dit een afname van 0,4% in de periode vóór 1948 naar 0,17% in de periode na 1948. Ook het invoeren van de Collectieve garantieregeling in 1979, de voorloper van het huidige Depositogarantiestelsel, heeft vermoedelijk bijgedragen aan de daling van het aantal bankfaillissementen. Doordat ingelegde spaargelden vanaf dat moment werden gegarandeerd, nam voor spaarders de prikkel af om hun geld op te vragen bij geruchten of problemen rondom hun bank.

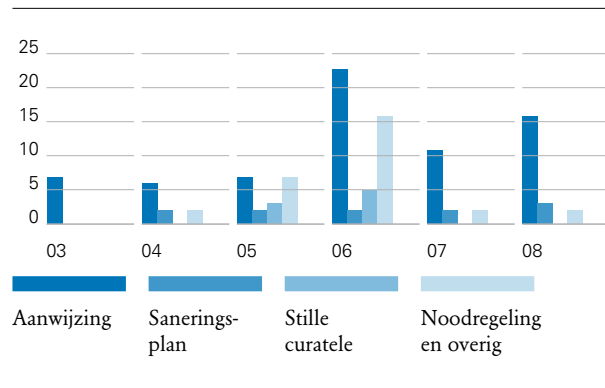
Het aantal bankfaillissementen in Nederland kan worden vergeleken met het aantal faillissementen in de gehele financiële sector. Die sector omvat veel meer dan alleen de onder toezicht staande instellingen. Naast verzekeraars en pensioenfondsen behoren hiertoe tal van financiële intermediairs die, in tegenstelling tot banken, geen spaargelden aantrekken van het publiek. Het aantal faillissementen in de gehele financiële sector bedroeg vorig jaar 448, ofwel 2,7% van het totaal. Voor banken is dat percentage circa 1%. Om rekening te houden met de conjunctuur, is het verloop over een langere periode relevanter. Over de laatste vijftien jaar ging jaarlijks 2,6% van de bedrijven in de financiële sector failliet. In die periode hadden alle Nederlandse bedrijven samen een faillissementspercentage van 0,8%. Het trendmatige percentage failliete banken ligt met 0,2%-0,3% dus beduidend lager dan het percentage faillissementen onder alle bedrijven en veel lager dan het percentage in de gehele financiële sector.

### Autoriteiten kunnen ingrijpen

Banken kunnen nooit zonder risico opereren. Dit hangt samen met hun volatiele omgeving, waarin nieuwe producten worden ontwikkeld, nieuwe markten worden aangeboord en waarop businessmodellen worden aangepast. Daarbij nemen banken risico's, zoals overigens ook andere bedrijven dat doen. Als risico's verkeerd uitpakken, dan blijken banken echter wel een bijzondere positie te hebben. Een studie uit 2005 van het kredietbureau Fitch onder een groot aantal ontwikkelde landen laat bijvoorbeeld zien dat de kans dat een niet-bancair bedrijf failliet gaat bijna drie keer zo groot is als de kans dat een bank failliet gaat. Het verschil komt niet doordat banken minder riskant zijn, maar doordat banken in veel gevallen ontkomen aan een faillissement door ingrijpen van de autoriteiten. Met name grote banken zijn regelmatig te belangrijk voor het financiële systeem om te laten vallen.

### Grafiek 3 Formele maatregelen van DNB bij onder toezichtstaande financiële instellingen

Absolute aantallen



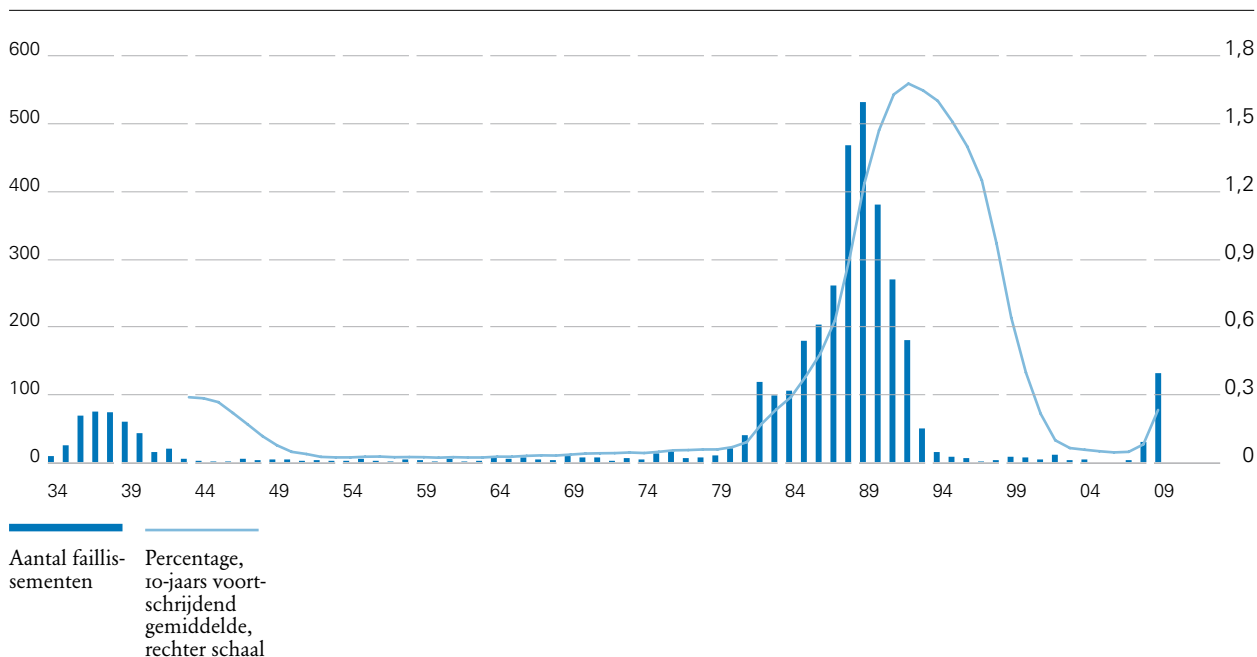
Toelichting: aanstelling bewindvoerder, doorhaling register, aangifte om en noodregeling zijn samengevoegd tot 'noodregeling en overig'. Overige maatregelen die hier niet zijn opgenomen betreffen last onder dwangsom, bestuurlijke boete, financieringsplan en herstelplan.  
Bron: Jaarverslagen DNB.

Dit ingrijpen kan bestaan uit het verlenen van kapitaalsteun of het afgeven van garanties. Daarnaast kunnen banken die failliet dreigen te gaan worden geherstructureerd of worden overgenomen door andere banken, mogelijk onder regie van de autoriteiten. Onderzoek van de Bundesbank laat bijvoorbeeld zien dat ongeveer 10% van de Duitse bankfusies wordt ingegeven door de dreiging van een faillissement. Achter de schermen kunnen toezichthouders al in een vroeg stadium diverse maatregelen nemen om instellingen die in problemen dreigen te raken weer op de rails te krijgen. Ter illustratie: in Nederland heeft DNB in de afgelopen zes jaar bijvoorbeeld zeventig keer een aanwijzing gegeven aan een onder toezicht staande financiële onderneming, acht keer een stille curator benoemd en elf keer een saneringsplan afgedwongen (grafiek 3). Deze maatregelen betroffen overigens met name verzekeraars, die evenals banken onder toezicht staan.

Omdat de autoriteiten bij onder toezicht staande instellingen kunnen ingrijpen en dit in de praktijk ook met enige regelmaat doen, is enige voorzichtigheid geboden bij het vergelijken van faillissementsgegevens van banken met niet-bancaire bedrijven. Dit geldt ook voor internationale vergelijkingen, aangezien er tussen landen aanzienlijke verschillen zijn in de formele mogelijkheden om in te grijpen bij banken.

## Grafiek 4 Bankfaillissementen in de vs sinds 1934

Absoluut, percentage van totaal aantal banken (rechter-schaal)



Toelichting: Cijfers voor de vs bevatten een trendbreuk. Voor 1984 zijn spaarbanken wel meegenomen in het aantal faillissementen, maar niet in het

totale aantal banken. Cijfers voor 2009 tot en met 20 november. Bron: FDIC.

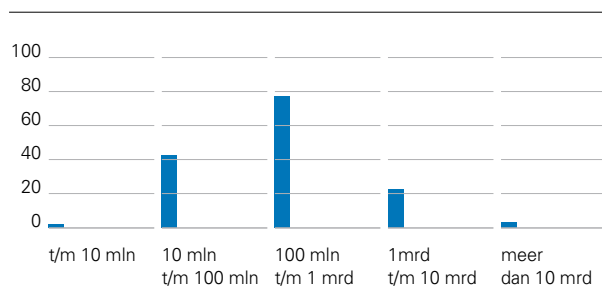
## Internationale vergelijking

Een internationale vergelijking is ook moeilijk omdat faillissementsgegevens niet systematisch openbaar beschikbaar zijn, zelfs niet bij internationale organisaties als de BIS, het IMF of de Wereldbank. De beschikbare gegevens en studies naar bankfaillissementen zijn vooral gericht op (grote) faillissementen tijdens systeemcrises, waardoor individuele faillissementen en faillis-

sementen van kleine of niet-systeemrelevante banken ontbreken. Ook individuele landen publiceren niet of nauwelijks over hun faillissementen. Een uitzondering vormt de Amerikaanse toezichthouder FDIC die langere historische tijdreeksen beschikbaar stelt. De internationale vergelijking beperkt zich daarom hoofdzakelijk tot Nederland en de vs.

## Grafiek 5 Aantal failliete banken in vs sinds 2008, naar grootte

Aantal banken, totale activa in euro's

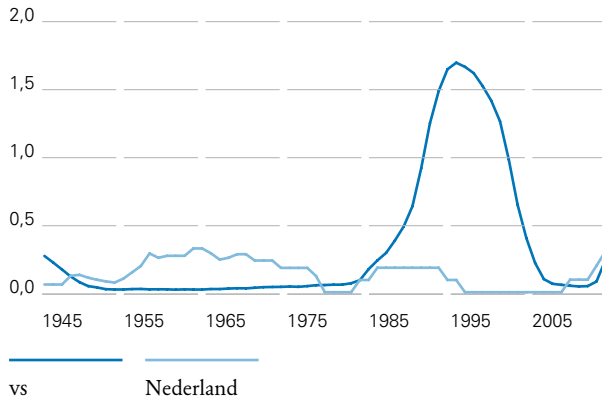


Toelichting: betreft faillissementen van 1 januari 2008 tot en met 20 november 2009. Bron: FDIC.

In de vs was het aantal faillissementen vooral hoog tijdens de zogenoemde Savings & Loans crisis aan het einde van de jaren tachtig, met een piek van ruim 500 faillissementen in 1989 ofwel bijna 3,5% van het totale aantal banken (grafiek 4). Ook tijdens de huidige kredietcrisis is het aantal faillissementen in de vs snel opgelopen, met dit jaar tot nu toe 124 deconfitures. Dat is ruim 1% van het totale aantal banken in de vs. Dit betreft vooral kleine en middelgrote (regionale) banken. Het leeuwendeel daarvan heeft een balanstotaal dat kleiner is dan EUR 1 miljard (grafiek 5). In vergelijking met de vs ligt het aantal faillissementen in verhouding tot het aantal banken in Nederland sinds de jaren tachtig trendmatig op een lager niveau (grafiek 6). Indien rekening wordt gehouden met de grootte van de failliete banken ten opzichte van de sector als geheel, is het verschil tussen Nederland en de vs nog markanter

**Grafiek 6 Bankfaillissementen in Nederland en vs**

10-jaars voortschrijdend gemiddeld percentage van totaal aantal banken



Toelichting: Cijfers voor de vs bevatten een trendbreuk. Voor 1984 zijn spaarbanken wel meegenomen in het aantal faillissementen, maar niet in het totale aantal banken. Cijfers voor 2009 tot en met 20 november. Bron: FDIC, DNB.

(grafiek 7). Zo waren de failliete banken in de vs vorig jaar goed voor bijna 4% van de totale bancaire activa. De overeenkomstige piek voor Nederland met het faillissement van DSB Bank bedraagt ongeveer 0,4 %. Het verschil is er mede omdat er in de vs naar verhouding veel kleine banken zijn, die niet kunnen rekenen op steun van de autoriteiten. Daarbij hebben de autoritei-

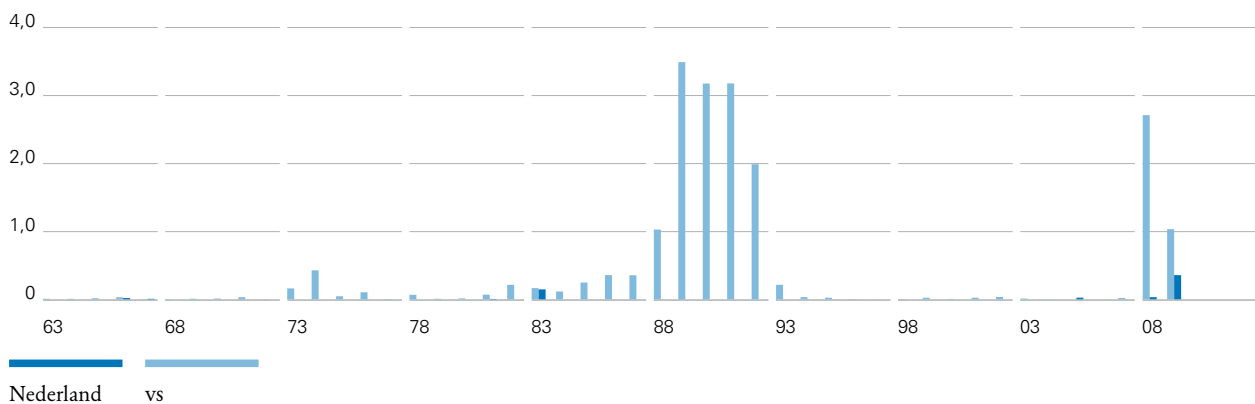
ten in de vs ook nog eens relatief veel formele mogelijkheden om een bank failliet te laten gaan en vervolgens onder te brengen bij een andere bank.

**Tot besluit**

Een vergelijking van faillissementen in het bankwezen met andere sectoren heeft beperkte betekenis vanwege de bijzondere rol die banken vervullen binnen het financiële systeem en de economie. Als banken failliet dreigen te gaan, kan dit een reden zijn voor de autoriteiten om in te grijpen. In eerste instantie achter de schermen, maar in een ernstiger situatie kan bijvoorbeeld herstructurering of kapitaalsteun noodzakelijk zijn. Ook tijdens de huidige crisis bleek dat banken regelmatig te belangrijk zijn voor het financiële systeem, en de autoriteiten daarom ingrepen met publieke gelden om faillissementen te voorkomen. Voor beleidsmakers, waaronder het Bazels Comité van toezichthouders, is dit aanleiding voor nieuwe maatregelen om dergelijke publieke steun aan systeembanken te voorkomen. Naast hogere kapitaal- en liquiditeitsbuffers, bezien beleidsmakers in dit verband of nieuwe wetgeving nodig is om ernstige problemen bij systeembanken ordelijk af te wikkelen, zonder inzet van publieke middelen. Ook wordt de mogelijkheid onderzocht of toezichthouders een bank met problemen tijdig kunnen onteigenen om een oplossing te zoeken. Bijvoorbeeld het onderbrengen van de bank – of onderdelen daarvan – bij een andere gezonde bank, zoals regelmatig gebeurt in de vs. Deze maatregelen

**Grafiek 7 Bankfaillissementen in Nederland en vs**

In procenten, activa failliete banken in verhouding tot de activa van de gehele banksector



Toelichting: Voor 2009 zijn bankfaillissementen tot en met 20 november 2009 meegenomen. Cijfers voor de gehele banksector in vs bevatten voor 1984 geen spaarbanken.

Bron: FDIC, DNB en jaarverslagen.

zorgen ervoor dat banken minder gemakkelijk kunnen rekenen op publieke steun in geval van nood en daardoor naar verwachting minder risico's zullen nemen. De kans op een nieuwe systeemcrisis neemt daarmee af.

# Aanscherping risicomangement handelsomgeving bij banken

*Banken hebben wereldwijd tijdens de crisis grote verliezen geleden in de handelsportefeuilles. Ook Nederlandse banken hebben aanzienlijke handelsverliezen geleden, terwijl voorafgaand aan de crisis de risico's juist beperkt leken. Een belangrijke les van de crisis is dan ook dat de risico's in de handelsomgeving groter en complexer zijn dan gedacht. Dit vereist een omslag in het denken over de risico's in de handelsomgeving, zowel bij de instellingen als bij de toezichthouder. Een geïntegreerde risicobewaking is noodzakelijk. Ook is een aanscherping van de kapitaaleisen noodzakelijk. Tegen deze achtergrond heeft het Bazels Comité van banktoezichthouders afgelopen zomer nieuwe internationale kapitaaleisen opgesteld en een fundamentele herziening van het toezicht op handelsrisico's op de agenda gezet.*

## Het handelsboek

Veel banken beleggen op financiële markten, vaak voor rekening van klanten of als intermediair, maar ook voor eigen rekening. Beleggingsposities worden bijvoorbeeld ingenomen met het oog op koersstijgingen of -dalingen, al naar gelang de verwachtingen van de handelaren. Deze beleggingen in bijvoorbeeld aandelen, obligaties of derivaten worden doorgaans op dagbasis gewaardeerd en kunnen daarom tegen marktwaardering in de boeken worden opgenomen, het zogenoemde handelsboek. Dit in tegenstelling tot de meer traditionele bancaire activa, zoals leningen en hypotheekleningen, die doorgaans tegen kostprijs in het zogenoemde bankenboek staan. Sinds begin jaren negentig zijn banken steeds actiever geworden op financiële markten. Het beschikbaar komen van geavanceerde communicatietechnologie en steeds krachtigere computers heeft hierbij een rol gespeeld, maar ook de trend van deregulering maakte het mogelijk voor banken om handelsactiviteiten te ontplooiën.

De crisis heeft de risico's van deze beleggingsactiviteiten nadrukkelijk voor het voetlicht gebracht. In het eerste jaar van de mondiale crisis hebben de grootste verliezen bij banken zich voorgedaan in de handelsportefeuilles. Ook in Nederland hebben instellingen aanzienlijke verliezen geleden in het handelsboek (grafiek 1). In 2009 hebben banken per saldo weer winst gemaakt op handelsposities, maar de totale winstgevendheid van banken staat momenteel onder druk door oplopende voorzieningen in het bankenboek (zie ook het artikel 'Recente ontwikkelingen in de financiële sector' elders in dit Kwartaalbericht).

In reactie op de verliezen in de handelsomgeving heeft het Bazels Comité van banktoezichthouders de kapitaaleisen voor het handelsboek aanzienlijk verhoogd en ook een fundamentele herziening van het toezichtraamwerk voor handelsrisico's op de agenda gezet. Deze aanpassingen zijn onderdeel van een breder pakket aan maatregelen waaraan momenteel door het Bazels Comité wordt gewerkt (zie ook het artikel 'Aanpassingen Bazels raamwerk voor banktoezicht' elders in dit Kwartaalbericht).

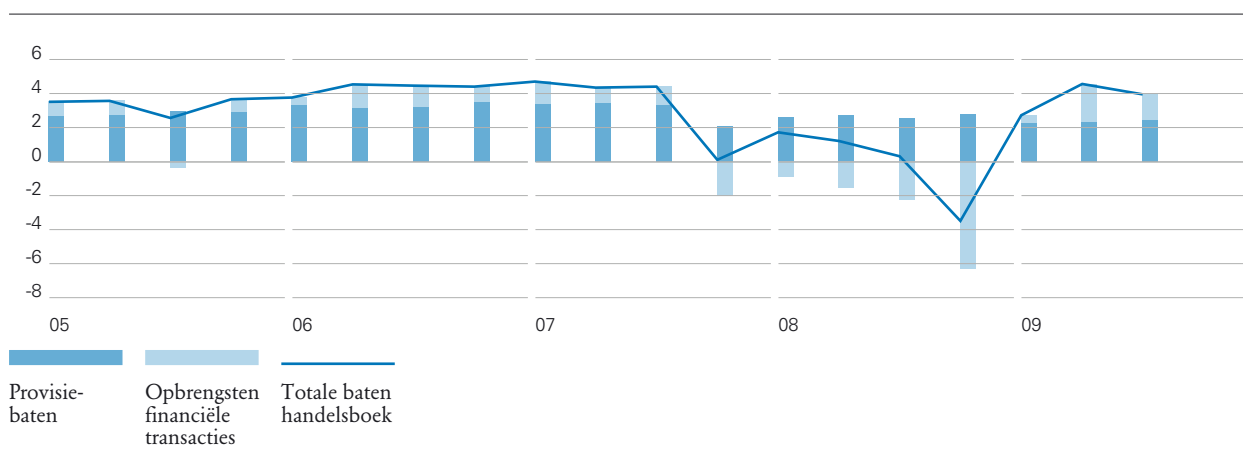
## De risico's in de handelsomgeving

De risico's in de handelsomgeving zijn zeer divers. Een belangrijk risico is het marktrisico, het potentiële verlies als gevolg van schommelingen in de waarde van de producten waarin is geïnvesteerd. Een kenmerk van dit risico is dat het zich plotseling kan manifesteren en daarbij forse verliezen teweeg kan brengen. Een voorbeeld is de beurskrach in oktober 1987 toen de aandelenmarkten wereldwijd op één dag met ruim twintig procent in waarde daalden.

Een ander risico is het tegenpartijkredietrisico, het risico dat de tegenpartijen waarmee een bank transacties afsluit in de problemen komen en niet meer aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Het tegenpartijkredietrisico is nauw verbonden met het marktrisico. Wanneer verliezen ontstaan als gevolg van het marktrisico neemt vaak ook het tegenpartijkredietrisico toe. Een bank kan bijvoorbeeld een positie hebben op de aandelenmarkt via een aandelenderivaat. Als de aandelenmarkt plotse-

**Grafiek 1 Handelsboek baten van het Nederlandse bankwezen**

In miljarden euro



Toelichting: Provisiebaten kunnen ook inkomsten uit traditionele kredietverlening bevatten. Rentebaten op handelsposities zijn niet meegenomen.  
Bron: DNB.

ling de verkeerde kant opgaat, krijgt de tegenpartij van het derivaat een claim op de bank. Indien de bank in betalingsproblemen komt kan ook de tegenpartij een verlies leiden. Een concreet geval is het faillissement van Lehman Brothers in 2008 als gevolg van verliezen op gesecuritiseerde kredieten in de handelsportefeuille. Door het faillissement leden ook de tegenpartijen van Lehman Brothers een verlies. De wisselwerking tussen het marktrisico en het tegenpartijkredietrisico is complex en kan leiden tot een kettingreactie waarbij de verliezen van één instelling naar meerdere instellingen kunnen uitwaaieren.

Een ander belangrijk risico in de handelsomgeving is het operationele risico, bijvoorbeeld het gevaar dat IT-systemen uitvallen of dat het personeel fouten maakt waardoor verliezen worden geleden. Daarnaast bestaat ook het risico op misbruik of fraude; een illustratie is het aanzienlijke verlies van de Franse bank Société Générale op verborgen handelsposities van een handelaar. Overigens kunnen dergelijke risico's ook tot (oneigenlijk verkregen) winsten leiden. De instelling moet daarom niet alleen scherp letten op de verliezen, maar juist ook op ongebruikelijke of opvallende winsten.

Er spelen ook andere risico's een rol, zoals het juridische risico wanneer de vereiste handelsdocumentatie niet op orde is. Ook het strategische risico is van belang, de kans dat een instelling kiest voor een handelsstrategie die op langere termijn niet winstgevend is.

### **Rol van risicomodellen in de crisis**

Om het marktrisico en het tegenpartijkredietrisico te bewaken, gebruiken instellingen doorgaans risicomodellen die gebaseerd zijn op Value-at-Risk (VaR, zie inzet). Een belangrijk punt van kritiek op deze risicomodellen is dat ze gebruik maken van gegevens uit het recente verleden om de potentiële omvang van verliezen

te voorspellen. In normale tijden, wanneer marktcondities min of meer stabiel zijn, geeft dit een redelijk beeld van de risico's. In stresssituaties, waarbij de prijsvolatiliteit op markten plotseling oploopt, wordt de omvang van de potentiële verliezen echter onderschat. Verder gaan deze risicomodellen uit van een zekere mate van liquiditeit van de beleggingen. Tijdens de crisis bleek de liquiditeit van vooral complexe beleggingen echter snel te verdampen, doordat veel instellingen op hetzelfde moment verkooporders gaven. De prijzen die tot stand kwamen, gaven een enorme daling van de waarde aan. Dit leidde vervolgens tot forse verliezen bij instellingen; ook bij instellingen die niet van plan waren hun posities te verkopen, vanwege de waardering op marktwaarde. Achteraf bezien waren de modelaannames met betrekking tot de historische volatiliteit en liquiditeit van markten onvoldoende prudent.

Banken mogen, sinds de introductie van het marktrisico amendement in 1996 door het Bazels Comité van banktoezichthouders, de kapitaaleisen voor het handelsboek baseren op voornoemde interne (VaR) modellen. Bij gebruik van een intern model moet de instelling aan een groot aantal voorwaarden voldoen. Zo moet de instelling beschikken over een solide methode en deze zorgvuldig toepassen en integreren in het dagelijkse risicomanagement van de instelling. Daarnaast moet het risicomanagement onafhankelijk zijn en rechtstreeks rapporteren aan het bestuur van de instelling. Ook moeten de instellingen beschikken over een helder beleid ten aanzien van de activiteiten en de beleggingsproducten die ze in het handelsboek willen opnemen. Zo moet ten minste een intentie bestaan om te handelen en moeten de producten in het handelsboek daadwerkelijk verhandelbaar zijn, ook onder ongunstige marktomstandigheden. Verder moeten instellingen regelmatig stresstesten uitvoeren, waarvan zij de resultaten moeten meenemen bij de bepaling van de handelsstrategie, alsmede bij het vaststellen van de

### **Value at Risk**

De door banken ontwikkelde interne marktrisicomodellen zijn overwegend gebaseerd op 'Value-at-Risk', afgekort VaR, een maatstaf die de omvang van het potentiële verlies op een handelspositie berekent bij een bepaald statistisch betrouwbaarheidsniveau. Ter illustratie, een ééndaags VaR van EUR 10 miljoen met een betrouwbaarheidsinterval van 99% impliceert een kans van 1% dat de betreffende instelling op die dag

een verlies zal leiden dat groter is dan EUR 10 miljoen. Ten behoeve van de berekening van de minimum kapitaaleisen voor het marktrisico moet de instelling deze VaR omrekenen naar een 10-daags VaR en vervolgens vermenigvuldigen met een prudentiële factor. Deze vermenigvuldigingsfactor bedraagt minimaal drie maar kan door de toezichthouder worden verhoogd indien twijfel ontstaat over de kwaliteit van het VaR-model.

handelslimieten. Daarnaast worden voor de berekening van de kapitaaleisen de uitkomsten van het VaR-model opgeschaald met een prudentiële vermenigvuldigingsfactor om een additionele zekerheidsmarge in te bouwen tegen onverwachte marktschokken; deze vermenigvuldigingsfactor kan de toezichthouder nog verder verhogen wanneer twijfel bestaat over de kwaliteit van het model.

Ondanks deze voorwaarden en de opschaling met de prudentiële vermenigvuldigingsfactor, waren voorafgaand aan de financiële crisis de kapitaaleisen relatief laag ten opzichte van de risico's. Dit kwam mede door de zeer lage volatiliteit op financiële markten, wat leidde tot lage uitkomsten van de VaR-modellen. Hierdoor bestond een verschil in kapitaaleisen tussen het handelsboek en het bankenboek en was het aantrekkelijk voor instellingen om dit verschil te arbitreren. Activa uit het bankenboek hevelde instellingen over naar het handelsboek, bijvoorbeeld door leningen te securitiseren en te classificeren als verhandelbare beleggingen in het handelsboek. De handelsboeken groeiden in de jaren voor de crisis hierdoor met innovatieve producten die niet waren getest aan ongunstige marktomstandigheden. Tijdens de crisis werden wereldwijd grote verliezen geleden op deze beleggingen die achteraf bezien niet in de handelsportefeuilles van banken thuishoorden.

Een ander probleem was dat de kapitaaleisen procyclisch werkten. Toen de volatiliteit op de financiële markten tijdens de crisis scherp opliep, stegen de kapitaaleisen en droegen aldus bij aan de druk bij instellingen om posities te verkopen. Hierdoor daalde de waarde van de beleggingen, wat tot een lager vermogen leidde bij de instellingen.

### **Herziening toezichtskader voor marktrisico**

In reactie op de crisis heeft het Bazels Comité afgelopen zomer nieuwe eisen geïntroduceerd voor het handelsboek. De nieuwe kapitaaleisen omvatten een aanzienlijke verzwaring van de oorspronkelijke kapitaaleisen en beogen ondermeer de arbitrage tussen het banken- en het handelsboek te reduceren. Verder wordt de procycliciteit van de eisen teruggedrongen. Met betrekking tot het handelsboek wil het Bazels Comité voorlopig wel blijven vasthouden aan de mogelijkheid voor banken om interne modellen te gebruiken; interne modellering ondersteunt het risicobewustzijn bij instellingen en stimuleert het interne risicomanagement. Tegelijkertijd heeft het Bazels Comité een fundamentele herziening van het toezichttraamwerk voor handelsboeken aange-

kondigd, waarbij onder meer het Value-at-Risk concept als basis voor de berekening van de kapitaaleisen tegen het licht zal worden gehouden.

Onderdeel van de nieuwe kapitaaleisen is dat banken meer kapitaal moeten gaan aanhouden voor de kredietrisico's in het handelsboek. Hiervoor zullen banken modellen moeten ontwikkelen die een inschatting maken van het potentiële kredietverlies op een obligatie of derivaat op een obligatie. Deze berekening moet aan minimum specificaties voldoen die mede zijn afgeleid van de eisen voor het bankenboek. Hierdoor sluiten de kapitaaleisen tussen het bankenboek en het handelsboek beter op elkaar aan.

Beleggingen in securitisaties zullen, ongeacht het boek waarin ze worden aangehouden, een kapitaaleis krijgen die is gebaseerd op die van het bankenboek. Dit impliceert dat er geen verschil meer zal bestaan tussen de eisen voor het banken- en het handelsboek, zodat de arbitrageprikkel om securitisaties over te hevelen van het bankenboek naar het handelsboek verdwijnt.

Om procycliciteit tegen te gaan, stelt het Bazels Comité de introductie voor van een 'stressed-Value-at-Risk' (sVaR). De sVaR wordt berekend als de gewone VaR, maar dan op basis van data uit een periode met veel marktstress, zoals tijdens de kredietcrisis in 2008, of tijdens de aandelenkrach in 1987. Er wordt geen specifieke periode of gebeurtenis voorgeschreven. Instellingen moeten zelf bepalen welke stressperiode het meest relevant is voor hun handelsposities. Banken moeten deze periode herzien wanneer de samenstelling van de handelsportefeuille verandert en toezichthouders moeten hun goedkeuring geven aan de gekozen stressperiode. De uitkomst van de sVaR zal worden opgeteld bij de gewone VaR en aldus de kapitaaleisen aanzienlijk verhogen. Het uiteindelijke effect is dat, onafhankelijk van de actuele volatiliteit van financiële markten, banken structureel meer kapitaal zullen moeten aanhouden voor het marktrisico; dus ook wanneer de volatiliteit van de financiële markten afneemt.

Om de impact van de nieuwe kapitaaleisen op instellingen te onderzoeken heeft het Bazels Comité in de afgelopen periode verschillende studies uitgevoerd samen met de sector. Hieruit blijkt dat de kapitaaleisen voor het marktrisico grosso modo met een factor drie á vier zullen toenemen. Vanwege deze impact zal het Bazels Comité nauwlettend de gevolgen van de nieuwe eisen op de financiële markten en op de macro-economie monitoren om eventuele marktverstoringen tijdig aan de orde te kunnen stellen.

Vanwege de impact van de nieuwe kapitaaleisen heeft DNB er bij de betrokken Nederlandse instellingen

op aangedrongen om al in 2010 proef te draaien met de nieuwe risicomodellen. Zo kunnen banken ervaring opdoen en toegroeien naar de hogere kapitaaleisen die in Europa naar verwachting vanaf eind 2010 wettelijk van kracht zullen zijn.

### **Een geïntegreerd risicomanagement van handelsboeken**

Naast een aanscherping van de kapitaaleisen staat ook het risicomanagement van instellingen in brede zin in de schijnwerpers. Verschillende risico's, zoals het marktrisico en het tegenpartijkredietrisico, bleken elkaar tijdens de crisis te versterken. Een belangrijke les is dat de risico's in samenhang moeten worden gezien. Het volgen van een 'silobenadering' waarbij risico's – marktrisico, kredietrisico, operationeel risico, etc – afzonderlijk worden bewaakt, kan leiden tot het over het hoofd zien van de samenhang. Een concreet voorbeeld is het risicomanagement van derivaten, waarbij een geïntegreerde aanpak noodzakelijk is om het marktrisico en het tegenpartijkredietrisico te bewaken. In dit verband moeten instellingen ook rekening houden met de modelrisico's, zoals bij het gebruik van VaR-modellen. Het integreren van het risicomanagement is overigens makkelijker gezegd dan gedaan. Het vereist dat informatie uit alle hoeken van de handelsomgeving van een instelling op één plek samenkomt en in samenhang wordt geanalyseerd. Dit vereist een organisatie die daarop is ingericht. Ook het senior management speelt daarbij een belangrijke rol. Het management moet te allen tijde op de hoogte zijn van de risico's in de handelsomgeving en ook beoordelen of de risico's aanvaardbaar zijn en passen binnen het risicoprofiel van de instelling.

Verder is van belang dat instellingen de stresstesten aanscherpen. Met name het stresstesten van meerdere gebeurtenissen tegelijkertijd – zoals het optreden van een renteschok, een aandelenmarktschok en een tegenpartij die failliet gaat – is van belang om inzicht te krijgen in de correlaties en dwarsverbanden tussen de risico's in het handelsboek. De inhoud van deze stresstesten kan niet worden voorgeschreven. Instellingen zullen zelf stresstesten moeten ontwerpen die toegesneden zijn op de samenstelling van de handelsportefeuille. Dat het Bazels Comité stresstesten van groot belang acht, blijkt ook uit het voorstel voor de eerder genoemde Stressed-Value-at-Risk dat onderdeel gaat vormen van de minimum kapitaaleisen.

### **Tot slot**

De verliezen die instellingen hebben geleden, mondiaal maar ook in Nederland, hebben de risico's in de handelsomgeving nadrukkelijk voor het voetlicht gebracht. Instellingen hebben al veel verbeteringen doorgevoerd aan het risicobeheer van de handelsomgeving. Ook zijn zij zich beter bewust van de risico's die in de handelsomgeving voorkomen. De aanscherping van de kapitaaleisen door het Bazels Comité draagt daar in belangrijke mate aan bij. Daarmee is het echter niet afgelopen. Vanwege financiële innovaties ontstaan telkens nieuwe risico's in de handelsomgeving. Dit vereist een flexibel risicomanagement en een organisatie die de risico's op een geïntegreerde wijze bewaakt. DNB zal in het financiële toezicht nadrukkelijker aandacht schenken aan deze aspecten van het risicomanagement.

# Commerciële vastgoedmarkt in zwaar weer

*Wereldwijd is dit jaar een omslag opgetreden op de markt voor commercieel vastgoed. Het aantal transacties is sterk gekrompen en in veel landen zijn de prijzen gedaald, in de meeste gevallen met hoge percentages. Financiële instellingen worden hierdoor flink geraakt. Bij pensioenfondsen en verzekeraars komt dit vooral door verliezen op hun beleggingen in vastgoed. Banken maken verliezen op leningen die gerelateerd zijn aan vastgoedprojecten en lopen daarnaast meer risico op bedrijfsleningen waar vastgoed als onderpand tegenover staat. In alle drie sectoren zitten verdere verliezen in de pijplijn. De Nederlandsche Bank (DNB) is dan ook extra alert, onder andere bij het toezicht.*

## Inleiding

Ondanks de recente opleving van de conjunctuur, zijn er nog aanzienlijke risico's voor het economische herstel. Een van die risico's ligt verscholen in de commerciële vastgoedmarkt. Door de economische neergang staat de vraag naar kantoorruimte en ander vastgoed onder druk, vooral doordat er bij krimpende bedrijfsinvesteringen en dalende afzet minder behoefte is aan bedrijfsuitbreidingen. De resulterende prijsdalingen op de markt voor commercieel vastgoed werken door naar het financiële systeem, waarbij banken, verzekeraars en pensioenfondsen verliezen lijden. Mede daarom zijn financiële instellingen minder bereid tot het financieren van commercieel vastgoed, waardoor de prijzen verder onder druk komen te staan. Bovendien heeft onroerend goed grote betekenis als onderpand voor reguliere bedrijfsleningen, waardoor prijsdalingen van commercieel vastgoed gevolgen kunnen hebben voor de bancaire kredietverlening. Een cyclisch patroon op de vastgoedmarkt is op zichzelf niet uitzonderlijk en de financiële instellingen zouden dit op moeten kunnen vangen. In de huidige omstandigheden, met een kwetsbare financiële sector als gevolg van de kredietcrisis en de recessie, is er echter reden om deze ontwikkelingen met extra aandacht te volgen.

## Typen commercieel vastgoed

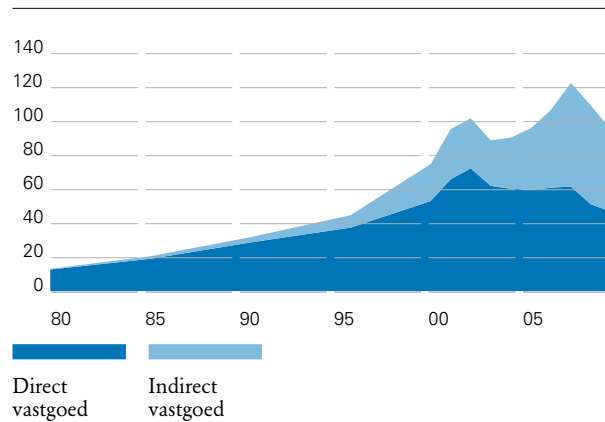
Gebouwen die worden aangehouden als beleggingsobject of om op een andere manier inkomen mee te genereren, worden aangeduid als commercieel vastgoed. Dit zijn veelal bedrijfsgebouwen, zoals kantoren, winkels en bedrijfspanden. Ook woningen die worden aangehouden als investering vallen onder commercieel vastgoed (Grafiek 1).

Behalve een onderverdeling naar eindgebruiker is ook onderscheid te maken in de manier waarop investeerders actief zijn in deze markt. Zo is er verschil tussen directe en indirecte beleggingen in commercieel vastgoed. Bij een directe belegging gaat het om een belegging in stenen en heeft de investeerder het vastgoed in eigendom. Een indirecte vastgoedbelegging is een belegging in papier. Hierbij is te denken aan investeringen in vastgoedfondsen of vastgoedinstellingen, en aan beleggingen in verpakte en verhandelbare schuldttitels van commercieel vastgoed (zogenoemde Commercial Mortgage Backed Securities, oftewel CMBS).

Met name institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, zijn actief in indirecte vastgoedbeleggingen.

## Grafiek 1 Vastgoedbeleggingen van Nederlandse institutionele beleggers

Miljarden euro



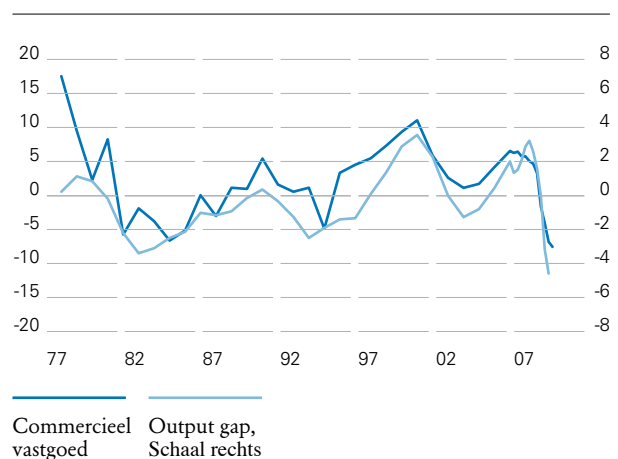
Toelichting: Grafiek getekend op basis van jaarcijfers over 1980, 1985, 1990, en 1999 tot en met 2008.

Bron: CBS.

Hoewel in de jaren tachtig nog vrijwel al hun vastgoedbeleggingen in stenen waren en slechts 3 procent indirect werd belegd, is dit inmiddels fors veranderd (Grafiek 2). Nu bestaat grofweg de helft van alle institutionele vastgoedbeleggingen uit indirect vastgoed (voor pensioenfondsen is dit zelfs meer dan 70%). De verschuiving van direct naar indirect vastgoed is onder meer ontstaan uit efficiencyoverwegingen. Institutionele beleggers hebben veel kleine portefeuilles verkocht aan grotere vastgoedinstellingen, in ruil voor aandelen. Tevens maakt

## Grafiek 2 Prijs commercieel vastgoed en conjunctuur

Procentuele jaarommutaties

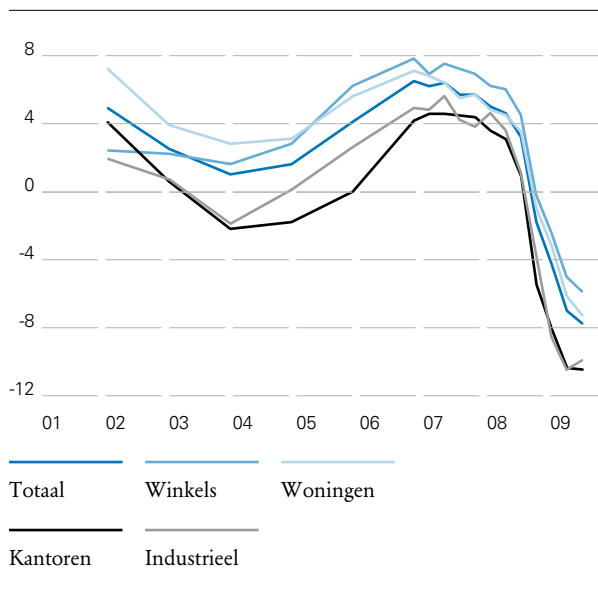


Toelichting: Op basis van ROZ-IPD index voor waardeontwikkeling.

Bron: ROZ, OESO.

### Grafiek 3 Prijsontwikkeling commercieel vastgoed Nederland

Procentuele jaarmutaties



Toelichting: Op basis van ROZ/IPD index voor waardeontwikkeling.  
Bron: ROZ.

indirect vastgoed het gemakkelijker om een beleggingsportefeuille te diversificeren, bijvoorbeeld door vastgoedbeleggingen internationaal te spreiden. In 2005 belegden Nederlandse vastgoedbeleggingsinstellingen 57% van hun portefeuille in het buitenland.

### Marktontwikkelingen

Hoewel de markt per type vastgoed – kantoren, appartementen, winkels, etc. – kan verschillen, heeft de commerciële vastgoedmarkt in het algemeen een cyclisch verloop. Dit geldt zowel voor de investeringen, de prijzen als de huren. Dit komt vooral door de conjunctuurbeweging van de economie. Die leidt tot een cyclische behoefte aan vastgoed, bijvoorbeeld kantoorruimte. Aangezien nieuwbouw tijd kost, kan het aanbod slechts met vertraging op de vraag reageren, zodat periodes van krapte en overschot elkaar afwisselen.

De huidige neergang in de commerciële vastgoedmarkt is dan ook geen verrassing. Sinds eind 2008 is wereldwijd een scherpe omslag opgetreden op de markt. In veel landen dalen vooral dit jaar de prijzen en de huren, in de meeste gevallen met hoge percentages. Nog maar enkele jaren geleden maakte de vastgoedmarkt in de EU en de VS eveneens een crisis door, in

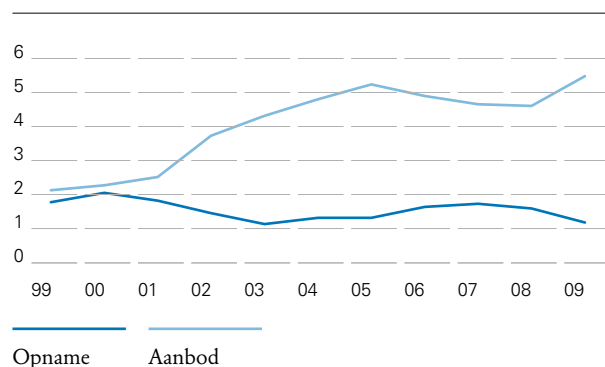
samenhang met de ‘dotcom-crash’ van 2000. De vraag naar kantoorruimte viel toen scherp terug, net als de huuropbrengsten.

Anders dan bij woningen, is voor commercieel vastgoed geen indicator van transactiepreizen beschikbaar. Dit zou ook weinig zinvol zijn door de heterogeniteit en het illiquide karakter van de markt. Als prijsindicator wordt veelal gebruik gemaakt van de getaxeerde waarde van beleggingsportefeuilles. Voor Nederland is dit de ROZ/IPD-vastgoedindex. Aan de hand van deze index is de samenhang tussen conjunctuur en vastgoedmarkt duidelijk te zien (Grafiek 3). Behalve de twee vastgoedcrises van deze eeuw, hebben zich in de laatste drie decennia nog twee perioden voorgedaan waarin de vastgoedprijzen afnamen of nauwelijks groeiden. Elk van deze perioden viel samen met een economische neergang.

Zoals uit de grafiek blijkt is de meest recente prijsdaling zeer scherp. De laatste piek van het marktwaarde-niveau lag in het midden van 2008. Volgens de ROZ/IPD-index daalde de waarde in 2008 gemiddeld met 1,7% (ultimo 2008 t.o.v. ultimo 2007). De meest recente data voor het eerste en tweede kwartaal van dit jaar duiden op verdere dalingen (Grafiek 4). In het tweede kwartaal lag de marktindex 8% lager ten opzichte van juni 2008. Voor de totale markt is de prijsdaling mogelijk nog groter omdat de ROZ/IPD-index vooral het meest courante deel van de markt betreft ( $\pm 20\%$ ). Voor een groot deel van het vastgoed is in de praktijk zelfs helemaal geen markt. Marktpartijen schatten dat 15-20% van het totale vastgoed als ‘niet courant’ moet worden beschouwd. Verder moet worden aangetekend dat de taxatieprijzen enigszins achterlopen bij de werkelijke prijzen, omdat de taxaties veelal bedoeld zijn om de prijs in het afgelo-

### Grafiek 4 Kantorenmarkt, aanbod en vraag (=opname) per jaar

Miljoen m<sup>2</sup>



Bron: Dynamis.

pen jaar of kwartaal weer te geven. Bij een neergaande markt zullen de taxaties naar verwachting nog verder achterblijven bij de werkelijke prijzen.

### Structurele leegstand van kantoren

Vooraf bij kantoren staan de prijzen onder druk, als gevolg van dalende transacties en verder oplopende leegstand. De opname van kantoorruimte (de op de markt aangeboden vierkante meters die dit jaar worden verkocht of verhuurd), daalt dit jaar naar verwachting met meer dan 70% ten opzichte van 2008. Het aanbod (de op de markt aangeboden, beschikbare kantoorruimte) neemt dit jaar daarentegen fors toe (Figuur 1). Tussen oktober 2008 en oktober 2009 is meer dan 500.000 m<sup>2</sup> kantoorruimte extra op de markt aangeboden. In totaal komt het aantal aangeboden vierkante meters kantoorruimte hiermee op circa 5,5 miljoen m<sup>2</sup>.

Los van de recente malaise op de kantorenmarkt, is de structurele leegstand van kantoren een al langer bekend, maar nog steeds onvoldoende aangepakt probleem. Direct na de internet-bubble liep de leegstand sterk op en dit is sindsdien nauwelijks afgenomen. Het structurele overschot aan kantoorruimte in Nederland blijft naar verwachting verder oplopen. Volgens schattingen is er eind 2010 een voorraad kantoorruimte in Nederland van 46 tot 47 miljoen m<sup>2</sup>, waarvan ongeveer 40 miljoen m<sup>2</sup> in gebruik zal zijn. Een recente enquête geeft bovendien aan dat 18% van de kantoren incurant is, dat wil zeggen alleen nog geschikt voor herbesteding of sloop.

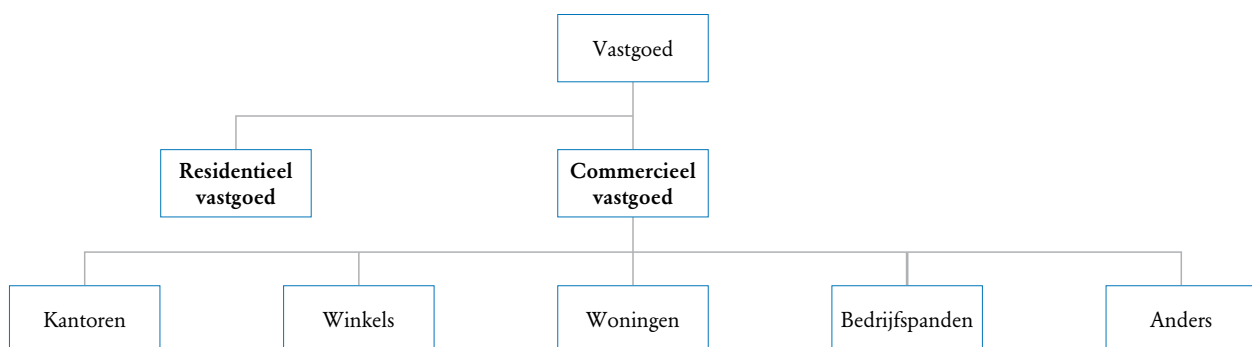
### Financiering is problematischer

De verslechterde situatie op de commerciële vastgoedmarkt heeft zijn weerslag op de mogelijkheden voor financiering van vastgoedactiviteiten. Een belangrijk financieringskanaal is de zogenoemde CMBS-markt. Dit zijn gesecuritiseerde hypotheken voor commercieel vastgoed. Door een combinatie van opgelopen risicopremie op dit type beleggingspapier en verslechterende verwachtingen voor de vastgoedmarkt zijn de prijzen van deze producten fors gedaald. Van de Europese CMBS-producten met de hoogste (AAA) rating lag de prijs medio 2009 ongeveer 30% lager dan voor de crisis. De laatste maanden is de markt in dit segment licht hersteld en zijn de prijzen weer gestegen. Voor CMBS-producten met een lagere (BBB) waardering was de prijs in oktober nog slechts een fractie (40%) van de oorspronkelijke waarde. Door de ongunstige marktomstandigheden is het aantal nieuwe CMBS-uitgiftes fors gedaald. Dit beperkt de ruimte voor investeerders die van dit financieringskanaal afhankelijk zijn, met als mogelijk gevolg een additioneel neerwaarts effect op de prijzen van commercieel vastgoed.

### Wat zijn de gevolgen voor het financiële systeem?

Bij de financiering van commerciële vastgoedfondsen wordt relatief veel gebruik gemaakt van vreemd vermogen (volgens onderzoek van Jones Lang LaSalle is de gemiddelde verhouding tussen leningen en onderliggende waarde circa 40%). Door de hefboomwerking wordt het rendement geoptimaliseerd, maar neemt ook het risico toe. Financiële instellingen, zoals banken, pensioenfondsen en verzekeraars, zijn hierdoor gevoelig voor ontwikkelingen in de waarde van commercieel

Figuur 1 Typen vastgoed



onroerend goed. De huidige neergang in deze markt laat de financiële instellingen dan ook niet ongemoeid.

Pensioenfondsen en verzekeraars zijn vooral actief als investeerders en hebben door de crisis te maken met slechte resultaten op beleggingen in commercieel onroerend goed. Dit kan op verschillende manieren doorwerken naar de reële economie. Zo kunnen de verliezen op commercieel vastgoed het herstel van pensioenfondsen in de weg staan waardoor pensioenfondsen minder ruimte hebben voor indexatie en druk ontstaat om de pensioenpremies te verhogen. Bij verzekeraars kunnen de verliezen in de commerciële vastgoedmarkt zich vertalen in lagere uitkeringen op beleggingsverzekeringen en een afname van de financiële buffers.

Hoewel banken ook actief beleggen, zijn zij vooral betrokken bij de financiering van commercieel vastgoed. Bij de grootste Nederlandse banken is ongeveer 5% van alle leningen (EUR 90 miljard) direct gerelateerd aan commercieel vastgoed. Het grootste deel hiervan betreft beleggingsfinancieringen. Dit zijn financieringen aan beleggers voor de aankoop van bestaande (vaak reeds langlopend verhuurde) objecten, zoals kantoren, industrieel vastgoed, winkels of woningen. Nu de markt in het slop zit ondervinden banken in toenemende mate problemen met de aflossing op deze leningen.

Banken staan daarnaast op een meer indirecte manier bloot aan waardeverminderingen van commercieel vastgoed. Dit betreft het onderpand voor de kredietverlening aan niet-financiële bedrijven. Een bank kan aan het verlenen van een krediet als voorwaarde stellen dat het bedrijf activa als onderpand inbrengt, waaronder vastgoed. In totaal hebben banken ongeveer 325 miljard euro krediet verstrekt aan Nederlandse bedrijven. Welk deel daarvan is verstrekt met vastgoed als onderpand is niet op geaggregeerd niveau weer te geven omdat dit verschilt per bank en uiteen loopt tussen individuele leningen. Wel is het aannemelijk dat de waardedaling van vastgoed van invloed zal zijn op de kredietverstrekking. Uit onderzoek blijkt dat de prijsontwikkeling van activa van bedrijven een positieve invloed heeft op de kredietverlening. Onder gunstige economische omstandigheden nemen de prijzen van zowel reële als financiële activa toe, waarmee ook de waarde van onderpand ten behoeve van kredietverlening toeneemt. Doordat kredieten gemakkelijker toegankelijk worden, krijgt de economie een additionele impuls. In de huidige omstandigheden werkt dit mechanisme in de omgekeerde richting. Momenteel daalt de waarde van commercieel vastgoed, zodat de mogelijke waarde ervan als onderpand afneemt. Voor banken betekent dit dat zij bij eventuele probleem-

leningen een groter verlies moeten nemen, zodat de ruimte voor kredietverlening afneemt. Bovendien is het voor bedrijven moeilijker om met het in prijs gedaalde onderpand voldoende krediet te krijgen.

### Tot besluit

De commerciële vastgoedmarkt is voor financiering van zijn activiteiten sterk afhankelijk van banken en institutionele beleggers. Ruim 5% van de leningen van banken is direct gerelateerd aan commercieel vastgoed. Bedrijven maken daarnaast gebruik van hun vastgoedbezittingen als onderpand voor financiering van hun lopende activiteiten. Daarmee is de commerciële vastgoedmarkt een belangrijke schakel in de relatie tussen de financiële sector en de reële economie.

De vooruitzichten voor de commerciële vastgoedmarkt zijn op dit moment somber. Dit hangt nauw samen met de ongunstige omstandigheden in de reële economie, zoals de verslechterende arbeidsmarkt. Een neerwaartse druk op huurniveaus en een grotere kans op betalingsproblemen bij huurders zorgen er daarnaast voor dat beleggers terughoudend blijven. Kredieten voor de vastgoedsector blijven de komende periode schaars en ook de securitisatiemarkt voor commercieel vastgoed functioneert nog nauwelijks, wat een verder drukkend effect heeft op de prijzen.

De sombere situatie op de commerciële vastgoedmarkt heeft grote gevolgen voor de financiële instellingen. De waarde van hun beleggingen in commercieel vastgoed blijft onder druk staan. Voor banken komt daar bovenop dat zij mogelijk grotere verliezen lijden op hun kredietverlening, met name indien hier vastgoed als onderpand tegenover staat. In de huidige omstandigheden komt dit extra ongelegen omdat het een remmend effect heeft op het noodzakelijke herstel van de buffers bij banken, pensioenfondsen en verzekeraars. Dit alles vereist aandacht bij het prudentiële toezicht. In de eerder dit jaar uitgevoerde stresstest is dan ook rekening gehouden met een waardedaling van commercieel vastgoed van 40%. Waar nodig worden risico's op vastgoedportefeuilles onder de tweede pilaar van het Bazels Kapitaalakkoord vertaald in hogere vereiste buffers.

# Overzicht verschenen artikelen 2006-2009

## 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
- Marktwerving 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 Eurostelsel 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
- Prikkel 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 beurgroep ter wereld: NYSE Euronext
- Transparantie en centrale banken
- Bijzondere financiële instellingen – integriteitrisico 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 beurshauses 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
- Griepvloed: 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 verricht is door medewerkers van DNB. Een overzicht van de Working Papers kan worden gevonden op de website van de Nederlandsche Bank, [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl). In het afgelopen halfjaar zijn 17 Working Papers verschenen waarvan hieronder een samenvatting volgt.*

## No. 229 - Anchors for Inflation Expectations

**Maria Demertzis, Massimiliano Marcellino and Nicola Viegi**

We identify credible monetary policy with first, a disconnect between inflation and inflation expectations and second, the anchoring of the latter at the inflation target announced by the monetary authorities. We test empirically whether this is the case for a number of countries that have an explicit inflation target and therefore include the Euro Area. We find that for the last 10 year period, the two series are less dependent on each other and that announcing inflation targets help anchor expectations at the right level.

*Key words:* Inflation Targets, Measures of Credibility.

*JEL Classification:* E52, E58.

## No. 228 - Stock Market Expectations of Dutch Households

**Michael Hurd, Maarten van Rooij and Joachim Winter**

Despite its importance for the analysis of life-cycle behavior and, in particular, retirement planning, stock ownership by private households is poorly understood. Among other approaches to investigate these puzzles, recent research has started to elicit private households' expectations of stock market returns. This paper reports findings from a study that collected data over a two-year period both on households' stock market expectations (subjective probabilities of gains or losses) and on whether they own stocks. We document substantial heterogeneity in financial market expectations.

Expectations are correlated with stock ownership. Over the two years of our data, stock market prices increased, and expectations of future stock market price changes also increased, lending support to the view that expectations are influenced by recent stock gains or losses.

*Key words:* Subjective Probability, Stock Market Participation, Survey Research.

*JEL Classification:* C42, D12, D84, G11.

## No. 227 - An institutional evaluation of pension funds and life insurance companies

**Dirk Broeders, An Chen and Birgit Koos**

This paper compares two different types of annuity providers, i.e. defined benefit pension funds and life insurance companies. One of the key differences is that the residual risk in pension funds is collectively borne by the beneficiaries and the sponsor while in the case of life insurers, it is borne by the external shareholders. This paper employs a contingent claim approach to evaluate the risk return trade-off for annuitants.

For that, we take into account the differences in contract specifications and in regulatory regimes. Mean-variance analysis is conducted to determine annuity choices of consumers with different preferences. Using realistic parameters we find that under linear and quadratic utility, life insurance companies always dominate pension funds, while under other utility specifications this is only true for low default probabilities. Furthermore, we find that power utility consumers are indifferent if the long term default probability of pension funds exceeds that of life insurers by 2 to 4%.

*Key words:* Pension plans, barrier options, contingent claim approach, mean-variance analysis.

*JEL Classification:* G11, G23.

## No. 226 - Communication in a monetary policy committee: a note

**Jan Marc Berk and Beata Bierut**

This paper models monetary policy decisions as being taken by an interacting group of heterogeneous policy makers, organized in a committee. Disclosing the premises on which an individual view on the interest rate is based is likely to provide value added in terms

of the quality of the collective decision over-and-above simultaneous voting on interest rates. However, this is not generally true, as communication also involves a trade-off in the quality of views of committee members, which can lead to a reduction in the quality of collective decisions below the outcome achieved under simple majority voting. Still, communication is a relatively effective way to implement the 'knowledge pooling' argument pro-collective decision-making, compared to expanding the size of the MPC.

*Key words:* committees, deliberations, correlated votes, simple majority voting.

*JEL Classification:* E58, D71, D78.

### **No. 225 - Assessing Competition with the Panzar-Rosse Model: The Role of Scale, Costs, and Equilibrium**

Jacob Bikker, Sherrill Shaffer and Laura Spierdijk

The Panzar-Rosse test has been widely applied to assess competitive conduct, often in specifications controlling for firm scale or using a price equation. We show that neither a price equation nor a scaled revenue function yields a valid measure for competitive conduct. Moreover, even an unscaled revenue function generally requires additional information about costs and market equilibrium. Our theoretical findings are confirmed by an empirical analysis of competition in banking, using a sample covering more than 110,000 bank-year observations on almost 18,000 banks in 67 countries during 1986-2004.

*Key words:* Panzar-Rosse test, competition, firm size.

*JEL Classification:* D40, L11.

### **No. 224 - Being a Foreigner among Domestic Banks: Asset or Liability?**

Stijn Claessens and Neeltje van Horen

Do foreign banks have an advantage operating abroad? The existing literature has come up with different answers. Studying the performance of foreign banks relative to domestic banks in a large number of countries between 1999 and 2006, we find that the answer importantly depends on a number of factors. Specifically, foreign banks tend to perform better when from a high income country and when competition in the host

country is limited. They also perform better when they are large and rely more on deposits for funding. Foreign banks improve their performance over time, possibly as they adapt to the local institutional environment. Foreign banks from home countries geographical or cultural close to the host country perform better than distant foreign banks. Institutional familiarity, however, does not help (improve) foreign banks' performance. These findings show that it is important to control for heterogeneity among foreign banks when studying their performance and help reconcile some contradictory results found in the literature.

*Key words:* foreign direct investment, international banking, information, institutions.

*JEL Classification:* F21, F23, G21.

### **No. 223 - Pension funds' asset allocation and participant age: a test of the life-cycle model**

Jacob Bikker, Dirk Broeders, David Hollanders and Eduard Ponds

This paper examines the impact of participants' age distribution on the asset allocation of Dutch pension funds, using a unique data set of pension fund investment plans for 2007. Theory predicts a negative effect of age on (strategic) equity exposures. We observe that pension funds do indeed take the average age of their participants into account. However, the average age of active participants has been incorporated much more strongly in investment behaviour than the average ages of retired or dormant participants. This suggests that both employers and employees, who dominate pension fund boards, tend to show more interest in active participants. A one-year higher average age in active participants leads to a significant and robust reduction in the strategic equity exposure by around 0.5 percentage point. Larger pension funds show a stronger age-equity exposure effect than smaller pension funds. This age-dependent asset allocation of pension funds aligns with the original life-cycle model by which young workers should invest more in equity than older workers because of their larger human capital. Other factors, viz. fund size, funding ratio, and average pension wealth of participants, influence equity exposure positively and significantly, in line with theory. Pension plan type and pension fund type have no significant impact.

*Key words:* Pension funds, strategic equity allocation, lifecycle saving and investing.

*JEL Classification:* D91, G11, G23, H55, J14.

**No. 222 - Did the crisis affect inflation expectations?****Gabriele Galati, Steven Poelhekke and Chen Zhou**

We investigate whether the anchoring properties of long-run inflation expectations in the United States, the euro area and the United Kingdom have changed around the economic crisis that erupted in mid-2007. We document that in these three economies, expectations measures extracted from inflation-indexed bonds and inflation swaps became much more volatile in 2007. Moreover, their sensitivity to news about inflation and other domestic macroeconomic variables – a measure of anchoring – increased first during the oil price rally in 2006–07, and then during the heightened turmoil triggered by the collapse of Lehman Brothers. Liquidity premia and technical factors have significantly influenced the behaviour of inflation-indexed markets since the outburst of the crisis. We show, however, that these factors did not contaminate the relationship between macroeconomic news and financial market-based inflation expectations at the daily frequency. By testing for structural breaks we conclude that in the United States, the euro area and the United Kingdom, long-run inflation expectations have become less firmly anchored during the crisis.

*Key words:* monetary policy, inflation and inflation compensation, anchors for expectations, crisis, liquidity.

*JEL Classification:* E31, E44, E52, E58.

**No. 221 - The impact of survey design on research outcomes: A case study of seven pilots measuring cash usage in the Netherlands****Nicole Jonker and Anneke Kosse**

We employ a unique dataset of transaction records to analyse whether results of consumer surveys are influenced by the survey setup. We have asked more than 5,000 consumers to report their payments using seven different data collection methods. The results of the seven pilot studies were validated against actual payments data from retailers and the owner of the Dutch debit card scheme. The results of both the validation exercise and econometric analyses reveal that both the data collection mode and the length of the registration period significantly influence consumers' registration of payments. Measurement errors are minimised when

consumers are asked to use a self-reported transaction diary for one single day.

*Key words:* cash, efficiency, payment behaviour, survey design, measurement error.

*JEL Classification:* C42, D12, E41.

**No. 220 - Stabilizing pay-as-you-go pension schemes in the face of rising longevity and falling fertility: an application to the Netherlands****W.L. Heeringa and A.L. Bovenberg**

Rising longevity and falling fertility threaten the sustainability of pay-as-you-go pension schemes. This paper shows that maintaining the inter-generational balance in the Dutch pay-as-you-go pension scheme in the face of increased longevity since the introduction of the scheme in 1957 would have required a gradual increase of the retirement age to at least 68 years for the generation born in 1945. Furthermore, we show that projected increases in labour-force participation rates do not generate sufficient additional tax revenues to substitute for the death of human capital caused by falling fertility rates.

*Key words:* public pension; pay-as-you-go system.

*JEL Classification:* H5.

**No. 219 - Dependence structure of risk factors and diversification effects****Chen Zhou**

In this paper, we study the aggregated risk from dependent risk factors under the multivariate Extreme Value Theory (EVT) framework. We consider the heavy-tailness of the risk factors as well a non-parametric tail dependence structure. This allows a large scope of models on the dependency. We assess the Value-at-Risk of a diversified portfolio constructed from dependent risk factors. Moreover, we examine the diversification effects under this setup.

*Key words:* Aggregated risk, diversification effect, multivariate Extreme Value Theory.

*JEL Classification:* G11, C14.

**No. 218 - Credit and economic recovery****Michael Biggs, Thomas Mayer and Andreas Pick**

It has become almost a stylized fact that after financial crises, economic activity recovers without a rebound in credit. We investigate the relationship between credit and economic activity over the business cycle. In a simple model we show that a rebound in the flow of credit has closer relationship with economic recovery than a rebound in the stock of credit. Using data from developed and emerging market countries we find that the flow of credit has a higher correlation with GDP than the stock of credit, in particular during recovery periods from financial crises.

**No. 217 - Measuring Stock Market Contagion with an Application to the Sub-prime Crisis****Mark Mink and Jochen Mierau**

We present a new method to examine financial contagion, defined as a sudden strengthening of shock transmission between financial markets. In particular, we develop a correlation-like measure of synchronicity between markets that is straightforward to implement while being insensitive to heteroskedasticity of market returns. In fact, synchronicity would perfectly coincide with the dynamic conditional correlation (DCC) coefficient if the latter could be calculated using the 'true' models for the variance and covariance of the market returns. When analysing the 1997 East Asian crisis and the current sub-prime mortgage crisis, we find no evidence that stock market returns are more contagious during periods of turmoil than during tranquil times.

*Key words:* Contagion, Heteroskedasticity, Dynamic Conditional Correlation, Sub-prime Crisis, East Asian Crisis.

*JEL Classification:* C14, F36, G15.

**No. 216 - Subjective Measures of Risk Aversion, Fixed Costs, and Portfolio Choice****Arie Kapteyn and Federica Teppa**

The paper investigates risk attitudes among different types of individuals. We use several different measures of risk attitudes, including questions on choices between uncertain income streams suggested by Barsky et al.

(1997) and a number of ad hoc measures. As in Barsky et al. (1997) and Arrondel and Calvo-Pardo (2002), we first analyse individual variation in the risk aversion measures and explain them by background characteristics (both objective characteristics and other subjective measures of risk preference). Next we incorporate the measured risk attitudes into a household portfolio allocation model, which explains portfolio shares, while accounting for incomplete portfolios and fixed costs. Our results show that a measure based on factor analysis of answers to a number of simple risk preference questions has the most explanatory power. The Barsky et al. (1997) measure has less explanatory power than this 'a-theoretical' measure. We provide a discussion of the reasons for this finding. Fixed costs turn out to provide an economically and statistically highly significant explanation for incomplete portfolios.

*Key words:* Risk Aversion; Portfolio Choice; Subjective Measures; Econometric Models, Fixed Costs.

*JEL Classification:* C5, C9, D12, G11.

**No. 215 - An extended gravity model with substitution applied to international trade****Jacob Bikker**

The traditional gravity model has been applied many times to international trade flows, especially in order to analyze trade creation and trade diversion. However, there are two fundamental objections to the model: it cannot describe substitutions between flows and it lacks a cogent theoretical foundation. A newly developed model, the Extended Gravity Model (EGM), overcomes these objections. The model shares characteristics of the models of Bergstrand (1985), Andersen and Van Wincoop (2003), and Redding and Scott (2003). An empirical test on a world-wide sample of 19 thousand 2005 trade flows strongly rejects the gravity model in favour of the EGM. The empirical analysis also shows that the gravity model widely overestimates the influence of the determinants of international trade, which is due to strong substitution between trade flows, reducing the initial (gravity model) effects.

Substitution determines both trade creation and trade diversion. The EGM encompasses several models originating in regional economics, and can be applied usefully to a wide set of subjects.

*Key words:* bilateral trade, imports, exports, spatial allocation, trade creation, trade diversion, distance,

market access, supplier access, multilateral resistance terms, remoteness indices.

*JEL Classification:* F1, R12.

### **No. 214 - Fiscal policy in Central and Eastern Europe with real time data: Cyclical, inertia and the role of EU accession**

**John Lewis**

This paper evaluates the cyclical, inertia and effect of EU accession on fiscal policy in Central and Eastern Europe using a real time dataset. Budget balances are found to react in a stabilising way to economic activity, and they are less inert than is typically found in Western Europe. There is clear evidence of a fiscal loosening in the run-up to EU accession. This began in 1999 in larger central European countries, often identified as ‘front-runners’. The other seven began loosening in 2001, after the Nice Treaty had been agreed and their EU entry confirmed. For both sets of countries, this loosening cumulatively amounts to some 3% of GDP.

*Key words:* Central and Eastern Europe, Fiscal Policy, Real Time Data, EU Accession.

*JEL Classification:* E62 (Fiscal Policy), H6, (National Budget), E61 (Policy Objectives, Policy Designs and Consistency).

### **No. 213 - Regulatory Competition and Bank Risk Taking**

**Itai Agur**

How damaging is competition between bank regulators? This paper develops a model in which both banks’ risk profile and their access to wholesale funding are endogenous. Regulators weigh not only welfare, but also the number of banks under their supervision. Simulations indicate that the gains from consolidating US regulation are moderate, roughly 0.5-1% of GDP. But retaining multiple regulators implies a choice for a financial system that is both more profitable and more fragile. The paper also shows how complex balance sheet items give rise to a gradual rise in bank risk, followed by a sudden interbank crisis.

*Key words:* regulatory competition, arbitrage, bank risk, liquidity risk, interbank market.

*JEL Classification:* G21, G28.

*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](http://www.DNB.nl). In 2009 zijn onderstaande publicaties in de reeks *Occasional Studies* verschenen waarvan hieronder een samenvatting volgt.

## **No. 1 (2009) - How does cross-border collateral affect a country's central bank and prudential supervisor?**

**Jeannette Capel**

Although – partly as a result of the financial crisis – central banks are increasingly inclined to accept foreign collateral, it is hard to find analyses dealing explicitly with the consequences of such collateral for a country's central bank and supervisor. The scientific literature on this issue is thin on the ground, Manning and Willison (2006) being an exception. Policy forums, too, have paid little attention to this subject. The BIS's Cross-border collateral arrangements report (BIS, 2006), which focuses on the operational arrangements to facilitate the crossborder use of collateral, is the only one to deal explicitly though scantily with the relationship between foreign collateral and central bank tasks. The IMF (IMF, 2008) provides a sound general overview of central banks' collateral frameworks, but does not look into the relationship between foreign collateral and the tasks of a central bank cum supervisor.

The objective of the present analysis is to take a closer look at this relationship, building forth on the BIS's (2006) brief analysis. Sometimes euro area central banks which also exercise supervision serve as examples, but the analysis holds, *mutatis mutandis*, more widely. Section 2 starts with a brief overview of the possible definitions of foreign collateral and of the types of changes with which central banks may consequently be confronted. Section 3 briefly goes into practical experiences with foreign collateral. Section 4 describes the tasks of a central bank cum supervisor and the potential impact of the acceptance of foreign collateral on these tasks. Conclusions are presented in section 5.

Focused as it is on the duties of a central bank which also exercises supervision, this analysis does not go into

the possible wider economic effects of foreign collateral. One of these is that central bank acceptance of certain foreign paper may influence what the market accepts in the way of collateral, and hence the functioning of the inter-bank market. Another economic effect is that competitive conditions between financial institutions, currency areas and financial markets are likely to be affected. Internationally-oriented banks with centrally organised liquidity management are able to economise on foreign collateral, but this does not apply (or not to the same extent) to locally-oriented institutions or institutions whose liquidity management is organised locally or regionally. In addition, the mutual introduction of foreign collateral may lower demand for collateral from smaller currency areas or smaller financial markets. Banks could, for instance, opt to concentrate their collateral portfolios on the three major currency areas (euro, US dollar or Japanese yen) if such collateral were accepted more widely in other, smaller currency areas (although substitution between these three blocs is also conceivable).

## **No. 2 (2009) - Banknote design for the visually impaired**

**Hans de Heij**

The visually impaired are divided in three subgroups: colour-blind, partially sighted and blind people. Their first needs are useful denomination features rather than security features, as they help them in determining a banknote's value. This study provides a historical overview of banknote design features for the visually impaired, especially as applied in the former Dutch guilder notes. Furthermore, it looks into the methodology of banknote tests for the colour-blind, showing images of how the colour-blind experience the euro banknotes.

Two features are needed for every subgroup of the visually impaired to establish the banknote's value; one is not reliable. These two features are dedicated firstly to the relevant user group, but will also be used by others, including people with normal vision.

---

### No. 3 (2009) - Verstorende effecten van de crisismaatregelen en hoe deze te beperken

Jan Willem van den End, Silvie Verkaart en Arjen Dijkhuizen

Tijdens de kredietcrisis hebben centrale banken en overheden buitengewone maatregelen genomen om de financiële stabiliteit te beschermen en sterke kredietrantsoenering van de particuliere sector te voorkomen. Centrale banken hebben de rente verlaagd, liquiditeitss-teun aan het bankwezen gegeven en met opkoopprogramma's specifieke financiële markten gesteund, terwijl overheden onder meer garantieregelingen hebben ingesteld en kapitaalinjecties uitgevoerd. De ingrepen hebben een ineenstorting van het financiële systeem kunnen voorkomen en zijn in dat opzicht effectief geweest. Tegelijkertijd zijn de autoriteiten zich ervan bewust dat hun maatregelen verstorende invloeden op markten kunnen hebben. Zo kan het gelijke speelveld tussen wel en niet-gesteunde financiële instellingen worden verstoord, wat bijvoorbeeld merkbaar kan zijn in verschillen in fundingkosten. Verder kan steun die is gericht op specifieke marktsegmenten leiden tot verschuivingen in kapitaalstromen, waarbij ook grensoverschrijdende verschuivingen kunnen optreden door landspecifieke verschillen in steunvoorwaarden. Verstorende effecten die op langere termijn kunnen optreden, hangen vooral samen met ongewenst risicovol gedrag, bijvoorbeeld van bestuurders, aandeel-, obligatie- en depositohouders van financiële instellingen. Ook de extreem lage beleidsrente en de maatregelen in IMF-verband gaan gepaard met morele risico's. In de vormgeving van de steunmaatregelen hebben autoriteiten ernaar gestreefd de mogelijke verstorende invloeden zoveel mogelijk te beperken. Daartoe is overheidssteun zoveel mogelijk tegen marktconforme en internationaal geharmoniseerde voorwaarden verleend. De onzekerheid bij marktpartijen kan worden beperkt door duidelijkheid over de inhoud van de steunmaatregelen, afstand van de overheid tot de bedrijfsvoering van gesteunde instellingen en blijvende verantwoordelijkheid van private stakeholders. Ten slotte is een soepele uitstapmogelijkheid (exit) van belang zodra het herstel van de markten dit toelaat.