



Oordeel DNB over financiële stabiliteit minder gunstig dan begin dit jaar

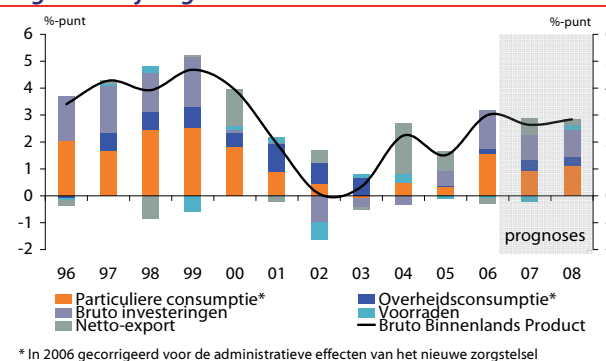
Elk halfjaar brengt De Nederlandsche Bank (DNB) de ontwikkelingen in kaart die van invloed kunnen zijn op de financiële stabiliteit in ons land. In het 'Overzicht Financiële Stabiliteit in Nederland' (OFS) van september schetst DNB een minder gunstig beeld dan een halfjaar eerder. Ook toen al wees DNB op een aantal risico's die nu, een halfjaar later, door de problemen op de Amerikaanse hypotheekmarkt pijnlijk duidelijk zijn geworden. De stabiliteit van het financiële stelsel is volgens DNB echter niet in het geding. Dit Themabericht beschrijft kort de belangrijkste ontwikkelingen die voor DNB aanleiding zijn om het beeld naar beneden bij te stellen. Speciale aandacht is er in het OFS voor buitenlandse investeringsfondsen die met overtollige officiële reserves op zoek gaan naar beter renderende beleggingen. Ook gaat het OFS nader in op de toegenomen verhandelbaarheid van kredieten en kredietrisico's en de gevolgen van deze twee ontwikkelingen voor de financiële stabiliteit.

Economische renaissance in Europa

In ons Economisch Kwartaalbericht van juni 2007 spraken we van een economische renaissance in Europa, nu Duitsland haar oude rol als groeimotor van de Europese economie weer heeft opgepakt. Hoewel de economische groei van de eurozone in het tweede kwartaal iets tegenviel, lijkt het er op dat deze zich in de tweede helft van dit jaar zal herstellen. Wel zijn de risico's als gevolg van de crisis op de Amerikaanse *subprime*-hypotheekmarkt vergroot. Ook internationaal zijn de macro-economische ontwikkelingen gunstig. DNB spreekt in dit kader over een aanhoudende robuuste groei van de wereldeconomie. De kans op een schoksgewijze aanpassing van de mondiale betalingsbalansonevenwichtigheden is volgens DNB afgenomen. Nederland profiteert van de gunstige ontwikkeling van de mondiale economie. Maar ook de binnenlandse bestedingen dragen flink bij aan de groei (figuur 1). De onzekerheid over de gevolgen van de huidige crisis op de financiële markten op de reële economie hangt evenwel ook in ons land als het

zwaard van Damocles boven de markt. Toch verwachten wij niet dat de kredietcrisis op de financiële markten een groot effect heeft op de economische groei in Nederland.

Figuur 1: Bijdrage aan volumemutatie BBP



Bron: Economisch Kwartaalbericht, september 2007

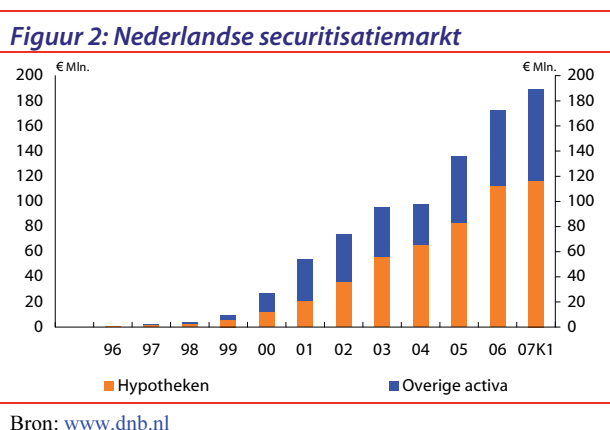
De gunstige economische omgeving en de stevige buffers van Nederlandse financiële ondernemingen geven DNB vertrouwen in de stabiliteit van het Nederlandse financiële stelsel. Wel waarschuwt DNB dat hoewel de directe *exposures* van Nederlandse banken op de Amerikaanse *subprime*-hypotheekmarkt beperkt zijn, 'besmetting' ook kan plaatsvinden via indirecte kanalen zoals een hogere risicopremie en het opdrogen van financieringsmogelijkheden.

Stressbestendig

Om de stressbestendigheid van de Nederlandse economie te testen berekende DNB de effecten van een plotseling verlies van het vertrouwen van beleggers in de financiering van het Amerikaanse tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. Doordat de groei van ons bruto binnenlands product in dit ongunstige scenario terugvalt, verslechtert de kwaliteit van de kredietverlening. Dat kost de banken volgens de berekeningen van DNB ruim € 2 miljard. Het risico van veranderingen in de rente kost het Nederlandse bankwezen nog eens bijna € 4 miljard. Samen dus een verlies van zo'n zes miljard! DNB verwacht echter niet dat dit rampscenario bewaarheid zal worden.

Securitisatie explosief gegroeid

DNB signaleert een ‘explosieve toename’ van de handel in complexe kredietproducten. Het in pakketjes doorverkopen van schulden (meestal hypotheekleningen) aan beleggers wordt ook wel securitisatie genoemd. In de meeste gevallen wordt de schuld in zijn geheel overgedragen aan de tegenpartij, maar steeds vaker gaat het om derivaten instrumenten waarbij alleen het risico wordt overgedragen en niet de daadwerkelijke activa. Deden Nederlandse banken tien jaar geleden nagenoeg niet aan securitisatie, inmiddels is securitisatie door Nederlandse financiële ondernemingen gegroeid tot bijna € 190 miljard begin 2007 (figuur 2).



De toegenomen verhandelbaarheid van bankkrediet geeft banken extra ruimte voor kredietgroei. Door gesecuritiseerde kredieten te verkopen komt immers extra kapitaal vrij. Die ruimte komt de banken goed van pas nu de rentemarges al enige tijd onder druk staan door sterke concurrentie en een vlakke rentecurve. Naast de overdracht van kredietrisico's hebben banken in een aantal gevallen ook de voorwaarden voor kredietverlening versoepeld om grotere kredietvolumes te realiseren.

Securitisatie heeft gevolgen voor het monetaire beleid van de centrale bank. De securitisatie van kredieten verbetert de balans van banken. De extra kosten van kredietverlening nemen daardoor af. Onder druk van de concurrentie zullen de rentemarges dalen. Volgens DNB zullen banken daardoor sneller geneigd zijn om schommelingen in de markrentre als gevolg van veranderingen van de monetaire beleidsrente door te geven in de bancaire

rentetarieven. Een recente ECB studie¹ bevestigt de sterkere samenhang tussen markrentes en bancaire rentes in lidstaten waar banken relatief veel kredieten doorplaatsen. In die landen is de bancaire kredietverlening bovendien sterk gegroeid. Doordat verhandelde kredieten van de balans van banken verdwijnen, drukt securitisatie de door banken gerapporteerde kredietgroei. Door de groei van de handel in kredieten neemt voor de monetaire beleidsmakers het belang toe om de statistieken hiervoor te corrigeren. De kredietderivatenhandel heeft ook gevolgen voor de financiële stabiliteit. Voor het verhandelen van kredieten doen de Nederlandse banken vooral zaken met andere – meestel grote buitenlandse – (zaken)-banken. Wereldwijd zijn ook *hedge funds* belangrijke spelers op deze markten. Bovendien treden verzekeraars en pensioenfondsen steeds vaker op als belegger in gesecuritiseerde producten om het rendement op hun activa te vergroten. Daarmee neemt de afwenteling van kredietrisico's van banken op niet-banken toe en raken de risico's steeds verder verspreid over de financiële sector. Ook voor individuele banken gaat securitisatie gepaard met hogere risico's, zoals de toegenomen afhankelijkheid van banken van kredietmarkten en een laksere houding ten aanzien van die risico's. Daar staat tegenover dat risico's beter kunnen worden gespreid.

Zondebok

Door de groeiversnelling van de kredietmarkten zijn beleggers sterk afhankelijk geworden van het oordeel van kredietbeoordelaars over de risico's en andere kenmerken van deze innovatieve instrumenten. DNB waarschuwt beleggers voor de beperkingen van de *ratings* door kredietbeoordelaars en pleit voor meer transparantie van die laatste over gehanteerde methodes. DNB staat niet alleen in haar kritiek op kredietbeoordelaars of *credit rating agencies* (CRA's). De ratingbureaus liggen zowel in Amerika als in Europa onder vuur omdat ze niet snel genoeg gereageerd zouden hebben op de hypotheekmarkterisis. Europees Commissaris voor de Interne Markt, McCreevy, trok onlangs nog fel van leer tegen de CRA's tijdens een plenaire zitting van het Europees Parlement in

¹ *The dynamics of bank spreads and financial structure*, Reint Gropp, Christoffer Kok Sørensen and Jung-Duk Lichtenberger, januari 2007, ECB Working Paper, no. 714 (www.ecb.int)

Straatsburg op 5 september. Hij verwijt de kredietbeoordelaars de schijn van belangenverstrengeling en pleit voor duidelijke regels en principes ten aanzien van de door hen gebruikte methodes. Ook zouden beleggers zich bewuster moeten zijn van de beperkingen van de *ratings* en hun betrouwbaarheid. Hoewel van nieuwe regelgeving nog geen sprake is, kondigde McCreevy wel aan de sector in de komende tijd nauwlettend in de gaten te zullen houden.

Hedge funds

Naast de kredietbeoordelaars liggen ook de *hedge funds* onder vuur. Deze beleggingsfondsen proberen met grote sommen (geleend) geld het rendement op hun beleggingen te vergroten. Volgens DNB onderstreept de recente marktonrust het toegenomen belang van *hedge funds* in de markten voor kredietrisico's. Door hun intransparantie kunnen deze fondsen turbulenties in een deelmarkt gemakkelijk doen overslaan in een bredere marktonrust. In een poging de *hedge funds*-industrie in een beter daglicht te stellen, gaf McCreevy bij dezelfde gelegenheid aan dat de *hedge funds* niet zozeer zelf de oorzaak zijn van de problemen in de financiële markten, maar dat zij wel echter wel een belangrijke rol in het verspreiden van de onrust kunnen spelen. Hoewel verschillende Europese leiders en het Europees Parlement er in het verleden bij de Eurocommissaris op aan hebben gedrongen de sector te reguleren, heeft McCreevy zulke verzoeken steeds van de hand gewezen uit angst voor overregulering. Volgens McCreevy zorgen de *hedge funds* juist voor meer liquiditeit en een gezonde impuls voor bedrijven om strategisch scherp te blijven.

De dreiging van de staatsfondsen

Een derde partij op de financiële markten die de laatste tijd met argusogen wordt bekeken zijn de zogenaamde *sovereign wealth funds* (SWF's). Na *hedge funds* en *private equity* zijn nu de staatsinvesteringsmaatschappijen het onderwerp van felle kritieke van Europese politieke leiders. De angst van politici voor de fondsen – die het in toenemende mate hebben gemunt op Westerse beursgenoteerde bedrijven – is begrijpelijk als je naar de cijfers kijkt. Met een gezamenlijk belegd kapitaal van ruim 2.500 miljard dollar lijken de mogelijkheden eindeloos (tabel 1).

Bovendien lijkt vooral in Azië nog veel ruimte te bestaan om reserves onder te brengen in SWF's. Het IMF voorspelt dan ook dat het vermogen van de staatsfondsen in 2012 zal zijn verviervoudigd². Met name de Duitse bondskanselier Merkel en president Sarkozy van Frankrijk hebben afwijzend gereageerd op de komst van staatsholdings die het gemunt zouden hebben op 'hun' nationale kampioenen. Zo speelde Merkel openlijk met het idee om voor 'noodgevallen' een commissie voor buitenlandse investeringen in het leven te roepen naar Amerikaans voorbeeld. De politici krijgen steun uit onverwachte hoek: de anders zo liberale Europese Commissaris voor de Interne Markt Charlie McCreevy en zijn collega voor Handel Peter Mandelson denken na over Europese maatregelen om 'sleutelondernemingen' te beschermen tegen vijandige buitenlandse overnames. Zo overweegt de Eurocommissaris voor Handel om een Europees 'gouden aandeel' in te voeren. McCreevy, altijd een sterk voorvechter van het principe '*one share, one vote*', werd onlangs de wind uit de zeilen genomen door een rapport dat in zijn opdracht was geschreven over het onderwerp. De onderzoekers concludeerden dat er geen overtuigende argumenten zijn voor de invoering van het '*one-share-one-vote*' principe. De weg lijkt dus vrij voor de herinvoering van het gouden aandeel.

Ook minister Bos van Financiën zegt in een interview in *Het Financieele Dagblad* van 4 september dat hij zich 'grote zorgen' maakt over de opkomst van Aziatische staatsfondsen 'die lak hebben aan onze spelregels'. Volgens Bos wordt die zorg 'breed gedeeld door het Nederlandse bedrijfsleven'. Zorg of niet, het Britse Barclays was zonder meer bereid miljarden te aanvaarden van staatsinvesteringsfondsen uit China en Singapore om een verhoogd overnamebod op ABN AMRO te kunnen financieren.

Metten met twee maten

Het toenemende belang van SWF's roept bij DNB de vraag op wat de gevolgen zijn voor het financiële systeem. Allereerst zorgt de beperkte transparantie van de staatsfondsen voor onzekerheid over het gedrag van deze instellingen. Vooral wanneer niet alleen economische beleggingsoverwegingen een rol

² *The Rise of Sovereign Wealth Funds*, Simon Johnson, september 2007, Finance & Development, Volume 44, Number 3, p. 56

Tabel 1: Sovereign Wealth Funds

Land	Fonds	Vermogen (\$ miljard)	Jaar van aanvang
VAE	ADIA	875	1976
Singapore	GIC	330	1981
Saudi-Arabië	Verschillende soorten Saudi-Arabisch fondsen	300	-
Noorwegen	Government Pension Fund – Global	300	1996
China	State Foreign Exchange Investment Corp. + Cei	300	2007
Singapore	Temasek Holdings	100	1974
Koeweit	Kuwait Investment Authority	70	1953
Australië	Australian Future Fund	40	2004
VS (Alaska)	Permanent Fund Corporation	35	1976
Rusland	Stabilisation Fund	32	2003
Brunei	Brunei Investment Agency	30	1983
Zuid-Korea	Korea Investment Corporation	20	2006

* nog niet afgerond

Bron: The Economist, May 26th 2007, p. 80

spelen, maar ook politieke argumenten. DNB pleit daarom voor grotere transparantie ten aanzien van het beleggingsbeleid van staatsinvesteringsmaatschappijen. Ook vreest DNB voor abrupte verschuivingen in het beleggingsbeleid naar risicovollere activa.

Zulke verschuivingen kunnen het rendement verder onder druk zetten en daardoor risicovoller gedrag in de hand werken. Tenslotte waarschuwt DNB voor protectionisme. Als mogelijke voorwaarde ten aanzien van deze fondsen valt volgens DNB te denken aan het wederkerigheidsbeginsel. Europese instellingen zouden net zo goed moeten kunnen investeren in de landen waar de SWF's vandaan komen. Zo niet, dan blijft ook de Europese markt voor fondsen uit die landen gesloten. Ook Mandelson, de Europese Commissaris voor Handel, kiest die gedachte als uitgangspunt: 'het doel moet altijd wederzijdse marktopenheid zijn, niet wederzijds protectionisme', zo vertelde hij verschillende Europese kranten.

Hoe aannemelijk deze conclusies ook mogen klinken, het gevaar dreigt dat in Europa met twee maten wordt gemeten. Voor *hedge funds* en *private equity* bestaan in Europees verband nog geen regels terwijl de gebrekkige transparantie daar net zo goed aanwezig is. En wat zijn de argumenten om een belegger uit Europa of Amerika anders te behandelen dan een Arabische of een Aziatische? Zulke selectieve maatregelen geven politici als Sarkozy het machtsmiddel in handen om door te gaan met het beschermen van toetjesfabrikanten. Dat betekent niet dat er geen maatregelen getroffen kunnen worden ter bescherming van strategische Nederlandse bedrijven. Denk bijvoorbeeld aan Schiphol, Philips en de Rotterdamse haven.

Zulke maatregelen mogen echter geen vrijbrief zijn voor protectionisme of dienen om bedrijven af te schermen voor gezonde marktontwikkelingen.

Tot slot

De financiële stabiliteit in Nederland loopt geen acuut gevaar. De macro-economische omstandigheden zijn gunstig en financiële ondernemingen beschikken over voldoende kapitaalbuffers om eventuele tegenslagen door de crisis op de subprime-hypothekmarkt in de VS op te vangen. DNB signaleert een verandering in het marktsentiment dat de omslag van 'search for yield' naar 'flight to quality' markeert. De sterkere voorkeur voor beleggingen met een lagere risicograad is een direct gevolg van de crisis op de Amerikaanse hypothekmarkt. Het 'search for yield-fenomeen' van de afgelopen jaren is gepaard gegaan met een explosieve groei van de handel in kredieten en kredietrisico's en van alternatieve beleggingsfondsen als hedge funds, private equity en sovereign wealth funds. Vooral deze laatste krijgen recentelijk veel kritiek te verduren. De omvang van de staatsfondsen, die hun oog steeds vaker laten vallen op Westerse beursgenoteerde ondernemingen, jaagt politiek leiders angst aan. Hoewel aan de transparantie van deze fondsen nog wel wat te verbeteren valt, waarschuwen wij voor protectionistische maatregelen die de geloofwaardigheid van de Europese interne markt zullen aantasten.

oktober 2007

Anke Struijs (030 - 2165166)

A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl