

De Nederlandsche Bank

Kwartaalbericht  
Maart 2003

© 2003 De Nederlandsche Bank nv

Oplage: 1.500

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 - Telex 11355 dnbam nl - Telefax (020) 524 25 00

Internet: <http://www.dnb.nl>

issn: 0166 - 915x

# Inhoud

## **Recente ontwikkelingen**

### *Monetaire en economische ontwikkelingen*

Nederland in het eurogebied 7

### *Toezicht*

Actuele ontwikkelingen in het toezicht 13

### *Betalingsverkeer*

Actuele ontwikkelingen in het betalings- en effectenverkeer 19

### *Financiële stabiliteit* 24

## **Artikelen**

Immigratie vanuit historisch en economisch perspectief 35

De noodzaak van transparante financiële verslaglegging en goed bestuur 45

Meer synchrone conjunctuurbewegingen door fusies en overnames? 51

De toetsing van het topgirale betalingssysteem top aan de 'core principles' 59

Betere prijsmeting door hedonische prijscorrectie 67

Overzicht verschenen artikelen 1999-2003 75

## **Publicaties**

Occasional Studies 79

dnb Staff Reports 81



# Recente ontwikkelingen



# Nederland in het eurogebied

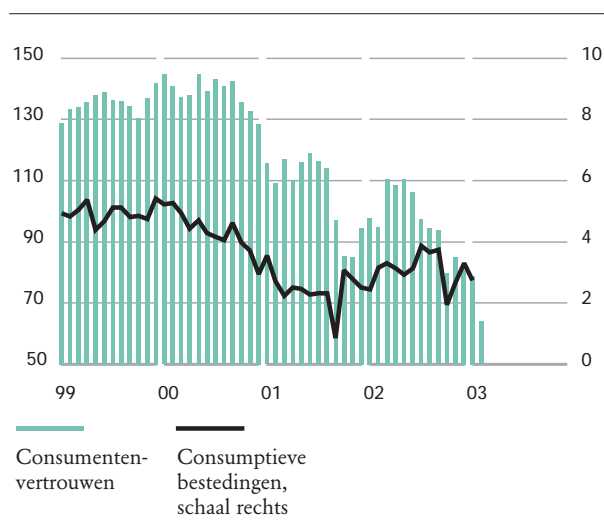
Internationaal economisch herstel zichtbaar, maar ook kwetsbaar

*Het herstel van de Amerikaanse economie lijkt op het eerste gezicht voorspoedig te verlopen. Het bruto binnenlands product (bbp) is in het vierde kwartaal van 2002 met 2,9% toegenomen ten opzichte van hetzelfde kwartaal in 2001. Er is evenwel reden tot voorzichtigheid met betrekking tot de houdbaarheid van de opgaande conjunctuurbeweging.*

Ten eerste komt de groei van het bbp voor een belangrijk deel (0,7 procentpunt) voor rekening van de overheidsbestedingen. In de tweede plaats is de groei van de particuliere consumptie grotendeels toe te schrijven aan de belastingverlagingen en de forse renteverlagingen die in de afgelopen twee jaar hebben plaatsgevonden. De Amerikaanse beleidsrente is sinds het begin van 2001 met  $5\frac{1}{4}$  procentpunt verlaagd, tot een niveau van  $1\frac{1}{4}\%$ . Berekeningen met euromon – een macro-econometrisch model van de Bank – wijzen uit dat circa 0,6 procentpunt van de Amerikaanse consumptiegroei in 2002 is toe te schrijven aan de versoepeling van het monetaire beleid. Ook in het komende jaar gaat van deze eerdere rentestappen nog een stimulerende invloed uit op de consumptie. Dit is het gevolg van de vertraging waarmee het rentebeleid doorwerkt op de reële economie. De monetaire brandstoftank begint evenwel leeg te raken nu de Amerikaanse beleidsrente het nulpunt dicht is genaderd. Een derde reden voor

Grafiek 1 Consumentenvertrouwen en bestedingen Verenigde Staten

1985 = 100 respectievelijk procentuele jaaromzetten



terughoudendheid over het conjuncturele herstel in de Verenigde Staten (vs) is dat de economische indicatoren de laatste maanden een gemengd beeld vertonen. Positief is dat de orderportefeuilles beter gevuld raken. Een toename van de industriële productie zal zich voorsnog evenwel niet vertalen in een aantrekken van de bedrijfsinvesteringen. De bezettingsgraad bevindt zich namelijk op het niveau van circa 75%, duidelijk beneden het langjarige gemiddelde van bijna 82%. Een ander

Tabel 1 Economische groei eurogebied

	2000	2001	2001		2002		
			iii	iv	i	ii	iii
Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode							
Bbp	3,4	1,4	1,3	0,5	0,4	0,7	0,9
Bruto bijdragen aan bbp-groei							
Particuliere consumptie	1,4	1,0	1,0	0,9	0,4	0,2	0,4
Overheidsconsumptie	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5
Investeringen	1,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-0,6
Voorraadmutatie	0,0	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,1	0,0
Uitvoersaldo	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,9	0,6
Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode							
Bbp			0,1	-0,2	0,4	0,4	0,3

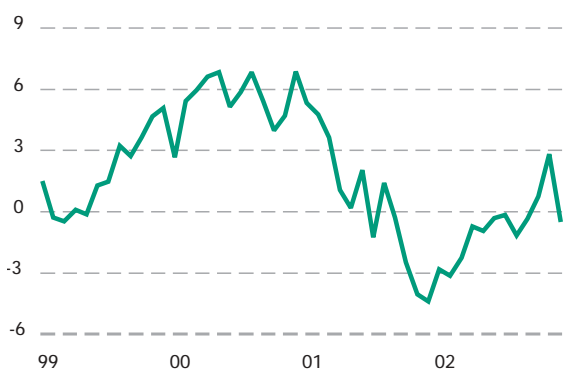
Bron: Eurostat.

lichtpunt is het op peil blijven van de huizenmarkt, mede dankzij het lage renteniveau. De consumentenbestedingen groeiden in het vierde kwartaal minder. Het consumentenvertrouwen is de laatste maanden verder afgenomen (grafiek 1), onder invloed van de forse stijging van de werkloosheid tot 6% van de beroepsbevolking. Het aantal nieuwe aanvragen van werkloosheidsuitkeringen is gestegen tot boven het niveau dat doorgaans met een recessie in verband wordt gebracht.

In het eurogebied is de bbp-groei in het derde kwartaal van 2002 licht aangetrokken tot 0,9% ten opzichte van het overeenkomstige kwartaal in 2001 (tabel 1). Er zijn enkele signalen dat de ontwikkeling van de binnenlandse vraag in het eurogebied een bodem heeft bereikt. Zo versnelde de particuliere consumptie in het derde kwartaal licht. Ook kwam er een einde aan de daling van de bedrijfsinvesteringen. De werkgelegenheid in het eurogebied vertoont een afnemende, maar nog altijd positieve groei, hetgeen steun biedt aan de consumptieve bestedingen. De meeste indicatoren geven echter een beeld van een voortdurende zwakke groei. Het consumentenvertrouwen bevindt zich op het laagste niveau sinds eind 2001. Voorts wijst de inkoopmanagersindex nog niet op een ommekeer ten goede in de orderstroom. De Duitse Ifo-indicator is zeven maanden op rij gedaald, gevolgd door een lichte stijging in januari en februari 2003. Het Italiaanse consumentenvertrouwen liet in december een scherpe daling zien als gevolg van de crisis bij de nationale auto-producent Fiat. In november 2002 liet de industriële productie een herstel zien, na een periode van stagnatie (grafiek 2). De productietoename vond voor een groot deel plaats in de drie grote eurolanden en betrof met name duurzame consumptiegoederen. Duitsland pres-

### Grafiek 2 Industriële productie eurogebied

Maandmutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode



Bron: Eurostat.

teert zeer matig. De Duitse economie laat wel enig herstel zien, maar blijft achter bij de rest van Europa: de bbp-groei in het derde kwartaal van 2002 bedroeg 0,4% ten opzichte van een jaar eerder, terwijl de binnenlandse vraag in Duitsland zelfs nog iets verder achterblijft. Een en ander betekent dat zowel de Amerikaanse als de Europese economie in dit stadium nog kwetsbaar is voor negatieve ontwikkelingen, zoals een dreigende oorlog met Irak (zie onder).

### Monetaire ontwikkeling en rentebeleid

Op 6 december 2002 besloot de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ecb) het monetaire beleid in het eurogebied te verruimen. De minimale rente waartegen banken kunnen inschrijven op de wekelijkse basis-herfinancieringstransacties werd met 50 basispunten verlaagd tot 2,75%. De analyse die ten grondslag ligt aan het monetaire beleid is gebaseerd op de twee pijlers van de beleidsstrategie van de ecb. Binnen deze pijlers worden monetaire, financiële en economische ontwikkelingen geanalyseerd, en wordt bepaald welk renteniveau in overeenstemming is met het handhaven van prijsstabiliteit in het eurogebied op de middellange termijn.

Binnen de eerste pijler van de monetaire beleidsstrategie worden monetaire ontwikkelingen in het eurogebied geanalyseerd. De m3-groei bevond zich gedurende 2002 voortdurend boven de door de ecb gehanteerde referentiewaarde van 4,5%. Dit is voornamelijk het gevolg van de herschikking van portefeuilles die beleggers, onder invloed van de grote onzekerheid op financiële markten, doorvoerden. Sinds eind 2001 stoten ingezetenen per saldo beleggingen buiten het eurogebied af, hetgeen tot uiting komt in een netto liquiditeitsinstroom. Deze droeg in de afgelopen maanden circa 2,5 procentpunt bij aan de m3-groei. De voorkeur voor liquide activa wordt nog eens versterkt doordat de lage renteniveaus het aanhouden van laag rentende activa relatief aantrekkelijk maken. Een tweede belangrijke ontwikkeling die uit de analyse binnen de eerste pijler spreekt, is de vertraging van de bancaire kredietverlening, die nu al ruim twee jaar voortduurt. De groei van bankleningen aan de private sector bedroeg in december 2002 4,6% op jaarbasis. De afname van de kredietgroei reflecteert de terughoudendheid van bedrijven ten aanzien van investeringen in vaste activa en voorraden. De economische en financiële indicatoren die onder de tweede pijler vallen, duiden momenteel op een zwakke conjuncturele ontwikkeling, die omgeven is



door neerwaartse risico's (zie boven). Het vooruitzicht op aanhoudende conjuncturele zwakte en de recente appreciatie van de euro zullen naar verwachting de inflatie in het eurogebied in 2003 doen dalen tot onder de 2,0%.

### Nederland: nog weinig tekenen van herstel

In het derde kwartaal van 2002 kenden slechts twee landen in het eurogebied een lagere bbp-groei dan Duitsland, te weten Portugal en Nederland. De reeks van kwartalen waarin de Nederlandse economie niet of nauwelijks groeit, is in het vierde kwartaal van 2002 voortgezet. Het bbp nam toe met 0,3% ten opzichte van het vierde kwartaal in 2001. De uitvoer vertoont een groei van slechts circa 1%, terwijl de bedrijfsinvesteringen sinds de tweede helft van 2001 een daling laten zien (tabel 2). De Nederlandse uitvoer wordt gehinderd door de relatieve zwakte van de Duitse economie, die de bestemming vormt voor iets meer dan een kwart (26%) van onze uitvoer. Daar komt bij dat de euro in het afgelopen jaar sterker is geworden ten opzichte van de dol-

lar, zodat de verslechtering van de concurrentiepositie van Nederlandse bedrijven ten opzichte van de rest van de wereld niet langer wordt gemaskeerd door een gunstige wisselkoers. Het groeipercentage van de particuliere consumptie beweegt zich reeds enige tijd tussen de 1/2% en 1 1/2% (tabel 2). De Nederlandse industrie heeft in het vierde kwartaal van 2002 ruim 2 1/2% minder geproduceerd dan een jaar eerder. Dit is het zesde opeenvolgende kwartaal met een lagere industriële productie. Daar staat tegenover dat de daling van de industriële omzet in de opeenvolgende kwartalen van 2002 is afgezwakt, zowel op de binnenlandse als op de buitenlandse markt. Het aantal uitgesproken faillissementen is in het vierde kwartaal van 2002 gestegen tot het hoogste niveau in acht jaar (grafiek 3). In het eerste kwartaal van 2003 zijn er voor de Nederlandse economie nog weinig tekenen van herstel. Het producentenvertrouwen en de beoordeling van de eigen orderpositie door bedrijven zijn opnieuw verslechterd ten opzichte van het vierde kwartaal van 2002.

De Nederlandse inflatie – gemeten aan de hand van de consumentenprijsindex (cpi) – bedroeg in januari 2,5% ten opzichte van een jaar eerder. De geharmoni-

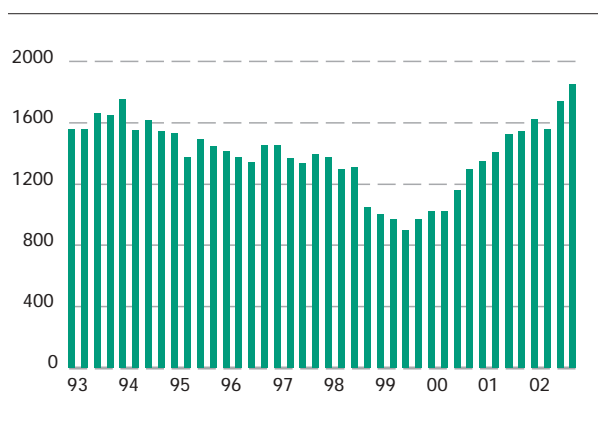
Tabel 2 Economische groei Nederland

	2000	2001	2002	2002					
				iv	i	ii	iii	iv	
	Procentuele mutaties ten opzichte van vorige overeenkomstige periode								
Bbp	3,3	1,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,4	0,5	
Particuliere consumptie	3,6	1,2	1,0	1,0	1,5	0,8	1,0	0,7	
Overheidsconsumptie	1,9	3,1	3,8	3,3	2,9	4,4	3,9	3,8	
Investeringen	3,5	-0,8	-3,7	-0,8	-2,2	-2,7	-3,9	-6,1	
Uitvoer	10,9	1,7	-1,3	-3,5	-4,4	-1,7	-0,1	1,1	
Invoer	10,6	1,9	-2,2	-3,6	-5,7	-2,2	-1,0	0,4	
Bruto bijdragen aan bbp-groei	1,8	0,6	0,5	0,5	0,7	0,4	0,5	0,3	
Particuliere consumptie	0,4	0,7	0,9	0,7	0,6	1,0	0,9	0,9	
Overheidsconsumptie	0,8	-0,2	-0,8	-0,2	-0,5	-0,6	-0,8	-1,3	
Investeringen	-0,3	0,2	-0,7	-0,6	-1,3	-1,0	-0,9	0,3	
Voorraadmutatie	0,8	0,0	0,5	-0,2	0,6	0,2	0,6	0,5	
Uitvoersaldo									
	Procentuele mutaties ten opzichte van direct voorafgaande periode								
Bbp				-0,1	0,0	0,3	0,2	0,1	

Toelichting: Voor seizoen en werkdagen gecorrigeerd.  
Bron: cbs.

### Grafiek 3 Uitgesproken faillissementen in Nederland 1993-2002

Absolute aantallen



Uitgesproken faillissementen – Inclusief schuldsaneringen.  
Bron: cbs.

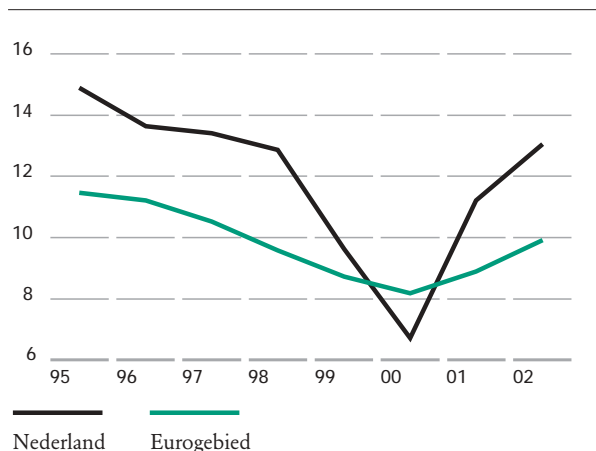
seerde inflatiemaatstaf (hicp) steeg in dezelfde periode met 2,9%. Gemiddeld over het jaar 2002 is de Nederlandse inflatie uitgekomen op 3,3% (cpi-basis).<sup>1</sup> De inflatie liet vooral in de eerste helft van 2002 een gestage daling zien, gevolgd door een geringe verdere afname in de tweede helft van het jaar. Daardoor is het inflatieverschil tussen Nederland en het eurogebied afgenomen van 2,2 procentpunt in januari 2002 tot 0,8 procentpunt in januari 2003 (hicp-basis).<sup>2</sup> De recente ontwikkeling laat zien dat de inflatiedruk licht aan het afnemen is. De cao-lonen stegen in december met 3,1% ten opzichte van dezelfde maand in het jaar ervoor. Inmiddels zijn voor ruim 50% van alle werknemers cao's afgesloten voor geheel 2003. De afgesproken loonstijging bedraagt gemiddeld circa 3%, waarmee vooralsnog geen bijdrage wordt geleverd aan een verdere daling van het inflatietempo. Dit geldt temeer gezien de noodzakelijke stijging van de pensioenpremies voor werkgevers en de verwachte toename van de arbeidsproductiviteit met slechts 1% in 2003 (zie het artikel 'De Nederlandse economie in 2002-2004: een voorspelling met morkmon', in het Kwartaalbericht van december 2002).

#### Toename particuliere besparingen in Nederland

De gezinsbesparingen hebben de afgelopen jaren fors gefluctueerd (grafiek 4). In de tweede helft van de jaren negentig daalde de spaarzin van de Nederlandse consument. De afname van de particuliere spaarquote was met name het gevolg van de uitbundige vermogenswinst op aandelen en huizen, die deels werd aangewend

### Grafiek 4 Particuliere spaarquote

Percentage van het besteedbaar inkomen

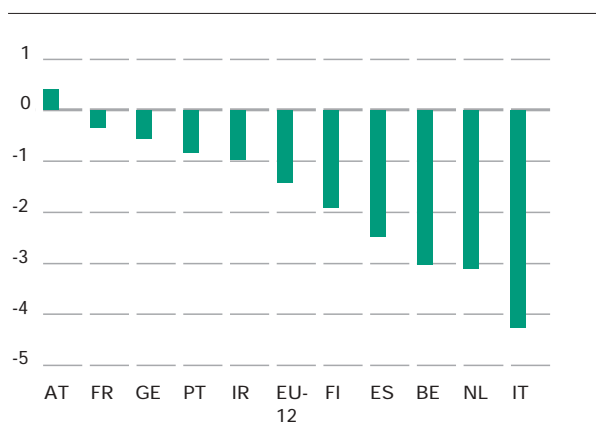


Bron: oeso.

voor consumptieve bestedingen. De afname van de spaarquote was fors, zowel in internationaal opzicht (zie grafiek 5) als in nationaal historisch perspectief. Dit is wellicht toe te schrijven aan het feit dat de stijging van de huizenprijzen in Nederland in de betreffende periode (circa 125%) zowel in vergelijking met andere landen als ten opzichte van vorige perioden van hoogconjunctuur uitzonderlijk hoog was. Sinds 2001 zijn de gezinsbesparingen aanmerkelijk gestegen. De volgende drie factoren bieden hiervoor een verklaring. Ten eerste hebben de gedaalde beurskoersen – en de daarmee gepaard gaande vermogensverliezen – de consumenten wellicht aangezet tot balansherstructurering. Een tweede factor is de toegenomen onzekerheid over de

### Grafiek 5 Verandering particuliere besparingen 1995-2000

Percentage bbp



Bron: oeso.

macro-economische situatie, onder invloed van de aanslagen in de VS op 11 september 2001, de dreigende oorlog tegen Irak en de oplopende werkloosheid in Nederland. In de derde plaats lijken belastingmaatregelen het spaargedrag te hebben beïnvloed. De verhoging van het btw-tarief in januari 2001 maakte consumptie duurder. De gelijktijdige lastenverlichting heeft geleid tot een forse toename van het besteedbare inkomen, die evenwel niet of nauwelijks werd uitgegeven. Dit wordt mogelijk verklaard doordat de prijsstijgingen uit hoofde van de btw-verhoging voor de consument beter 'zichtbaar' waren dan de lastenverlichting. Het niet uitgeven van de netto-lastenverlichting resulteerde in een sterke toename van de spaarquote in het eerste kwartaal van 2001. Dit illustreert hoe overheidsmaatregelen het spaar- en bestedingsgedrag van de consument kunnen beïnvloeden.

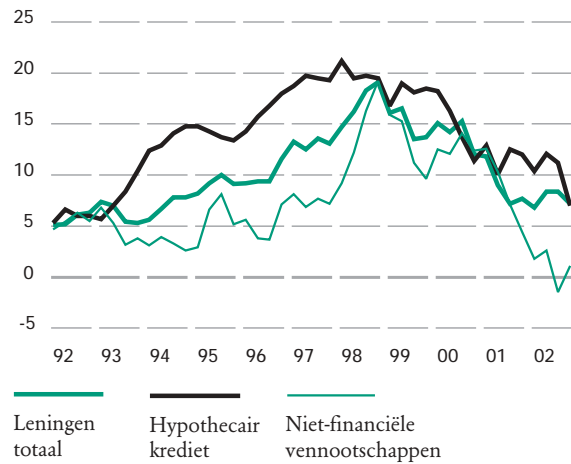
Het afschaffen van de premiespaarregeling, het versoberen van de spaarloonregeling en het vervoegde deblokken van een deel van de eerder ingelegde bedragen kan leiden tot een daling van de spaarquote in het eerste kwartaal van 2003. Naar schatting is aan het begin van 2003 circa eur 4 miljard vrijgevallen. De consument ziet dit bedrag op zijn rekening-courant worden bijgeschreven. Daarnaast daalt het netto-rendement op besparingen, waardoor consumenten aantrekkelijker wordt. Dit betekent dat de genoemde maatregelen in beginsel een substantiële bijdrage kunnen leveren aan de consumptieve bestedingen. Zonder vervoegde deblokkering zou jaarlijks circa eur 2 miljard beschikbaar komen. Daarbij moet evenwel worden aangetekend dat door de afschaffing van de regeling een belastingvoordeel voor werknemers en bedrijven komt te vervallen, hetgeen een negatieve invloed heeft op het netto-inkomen. Dit reduceert de omvang van de verwachte impuls voor de consumptie. Als van het in januari 2003 extra vrijgevallen bedrag zo'n 20% zou worden geconsumeerd, heeft dit een effect van circa 0,2 procentpunt op de particuliere consumptie.<sup>3</sup> Vanaf 2005 overheerst het wegvallen van de impulsen en zijn de macro-economische effecten negatief.

### Bancaire kredietverlening in Nederland

De bancaire kredietgroei is in Nederland na een korte stabilisatie medio 2002, in de laatste maanden van het jaar opnieuw afgenomen tot 7,2% op jaarbasis in december (grafiek 6). Evenals in de afgelopen twee jaar vloeit de afname vooral voort uit het teruglopen van de zakelijke kredietverlening. Onder invloed van het

### Grafiek 6 Bancaire kredietverlening aan de private sector in Nederland

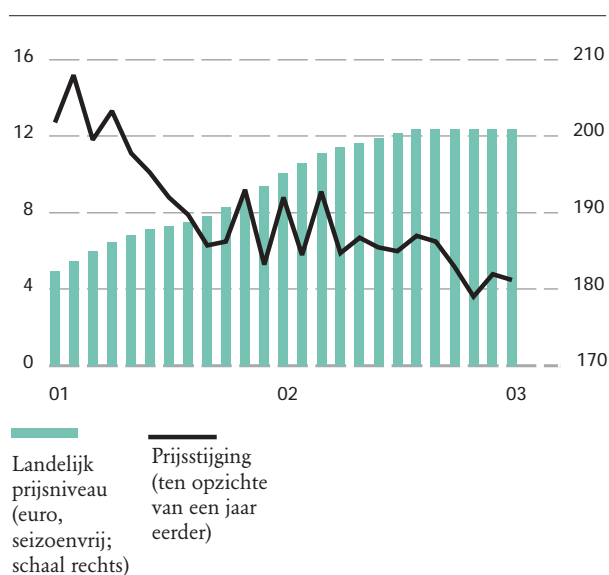
Kwartaalcijfers, procentuele jaarstijgingen



slechte investeringsklimaat en het streven van bedrijven om hun balanspositie te verbeteren, groeide de totale kredietverlening aan niet-financiële ondernemingen in het vierde kwartaal met slechts 1,1% (op jaarbasis). In het derde kwartaal werd zelfs een krimp van 1,5% gerealiseerd. Aan de scherpe afname van de hypothecaire kredietgroei, die in 2000 en 2001 een gevolg was van de afkoelende huizenmarkt, is in 2002 een einde gekomen. Desalniettemin lag de groei van het hypothecaire krediet in het derde kwartaal van 2002 met 11,1% op jaarbasis een procentpunt lager dan in het tweede kwartaal. Dit segment van de bancaire kredietverlening ondervindt momeneel uiteenlopende impulsen. Enerzijds stimuleert de lage hypotheekrente particulieren om hypothecair krediet op te nemen en is het waarschijnlijk dat banken de verstrekking van relatief veilig hypothecair krediet momenteel prefereren boven de riskantere (zakelijke) kredietverlening. Anderzijds lijkt de afkoeling van de huizenmarkt door te zetten, waardoor ook de groei van de hypotheekmarkt geleidelijk zal afnemen. Illustratief is in dit verband de huizenprijsstijging, die medio 2002 leek te stabiliseren rond 6% op jaarbasis, maar vervolgens afnam tot 4,8% in december. Het prijsniveau, gecorrigeerd voor seizoensinvloeden, lijkt in de laatste maanden van 2002 te zijn gestabiliseerd (grafiek 7).

### Grafiek 7 Koopprijsontwikkeling van woningen in Nederland

Procentuele jaarstijgingen respectievelijk duizenden euro



### Economische gevolgen van een eventuele oorlog in het Midden-Oosten

De gevolgen van een oorlog tegen Irak zijn hoogst onzeker. Tegelijk is duidelijk dat de potentiële kosten te omvangrijk zijn om ze te negeren. Het lijkt voor de hand te liggen om de Golfoorlog van 1990/91 als ijkpunt te kiezen; de verschillen met de huidige situatie zijn echter aanzienlijk. In de eerste plaats is de economische uitgangssituatie anders. De westere economieën verkeren momenteel in een pril stadium van herstel, terwijl in 1990 in de vs een groeivertraging gaande was en Europa juist een sterke expansie doormaakte vanwege de Duitse hereniging. Een tweede verschil is dat de Iraakse invasie in Koeweit in 1990/91 als een complete verrassing kwam, terwijl een door de Amerikanen geleide campagne tegen Saddam Hoessein momenteel gedeels lijkt geanticipeerd. Ten derde is gezien de aard van de interventie het risico van een langdurig conflict nu groter. Een vierde verschil met de eerste Golfoorlog is dat de militaire operatie destijds door derde landen (Duitsland, Koeweit, Japan, Saoedi-Arabië) werd gefinancierd, hetgeen deze keer minder waarschijnlijk is.<sup>4</sup>

De belangrijkste negatieve macro-economische kosten van een tweede Golfoorlog voor Europa en de vs vloeien voort uit de daarmee samenhangende stijging van de olieprijs. Een tweede Golfoorlog kan voor Europa en de vs in economisch opzicht enigszins verschillend uitwerken. Dit komt voornamelijk doordat de

Amerikaanse economie sterker wordt beïnvloed door de olieprijs. Daarnaast zijn het verloop van het conflict en de wisselkoers tussen de dollar en de euro van belang. In de afgelopen weken lijkt de toenemende oorlogsdreiging een neerwaartse druk op de dollarkoers uit te oefenen. In geval van een depreciatie van de dollar zou de Europese export hinder ondervinden van een verslechtering van de concurrentiepositie. De nadelige invloed van een stijgende olieprijs op de economische groei in de vs zou ten dele worden gecompenseerd door de verbeterde Amerikaanse concurrentiepositie als gevolg van de goedkope dollar. De Amerikaanse inflatie is relatief gevoelig voor de olieprijs, vooral als gevolg van het omvangrijke particuliere autobezit. Dit effect wordt versterkt door de depreciatie van de dollar. De Europese inflatie ondervindt een geringere directe invloed van de olieprijs en wordt bovendien geremd door de dollardepreciatie. De onzekerheden zijn echter groot: afhankelijk van het verloop van een oorlog tegen Irak valt ook een appreciatie van de dollar niet uit te sluiten.

1 Met ingang van januari 2003 heeft het Centraal Bureau voor de Statistiek (cbs) een basisverlegging voor de cpi doorgevoerd: de nieuwe cijfers zijn gebaseerd op het consumptiepakket van het jaar 2000. In de toekomst zal het cbs jaarlijks de basis verleggen, zodat de indexcijfers steeds met het meest recente consumptiepakket worden berekend. Zie het artikel 'Betere prijsmeting door hedonische prijscorrectie' elders in dit Kwartaalbericht.

2 Dit cijfer is gebaseerd op basis van voorlopige cijfers van Eurostat.

3 De aanname dat 20% wordt geconsumeerd is in overeenstemming met de uitkomsten van een in januari 2003 gehouden Nibud-enquête en met een in het najaar van 2002 in opdracht van de Bank gehouden enquête, waarin werd gevraagd naar de motivatie voor het deelnemen aan bedrijfsspaarregelingen.

4 Nordhaus (2002), The economic consequences of a war with Iraq, nber working paper 9361.

# Actuele ontwikkelingen in het toezicht

*Het Nederlandse bankwezen doorstaat de ongunstige conjuncturele omstandigheden en het koersverloop op de financiële markten goed. Ondanks een daling van de winstgevendheid verbeterde de solvabiliteit. De kosten-baten ratio vertoont sinds kort een verbetering, maar blijft in internationaal perspectief aan de hoge kant. Wat beleid en regelgeving betreft zijn er nieuwe ontwikkelingen op het gebied van instellingen voor elektronisch geld en customer due diligence. In de voorstellen voor het nieuwe Bazelse Kapitaalakkoord is de procycliciteit van de risicoweging van de activa teruggedraagt. Een nieuw multilateraal Memorandum of Understanding regelt procedures tijdens crisismanagement in de Europese Unie. De samenwerking tussen de Bank en de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK) is geïntensiveerd en er is een studie ingezet naar een nieuw financieringsmodel van het financiële toezicht in Nederland.*

## Resultaten Europese en Nederlandse banken

De winstgevendheid van de banken in de Europese Unie, afgemeten aan het rendement op eigen vermogen (rev) is onder de invloed van de conjuncturele neergang en de negatieve ontwikkelingen op de financiële markten in de afgelopen jaren flink gedaald. Voor de Europese grootbanken zijn cijfers beschikbaar over het eerste halfjaar van 2002. Die laten een verdere daling van de rev zien, van 13,8 % in 2001 naar 12,3% over het eerste halfjaar van 2002. Wat geldt voor het bankwezen in de Europese Unie is in grote lijnen ook van toepassing op de Nederlandse banken. Grafiek 1 geeft een beeld van de ontwikkeling van het rev in Nederland sinds 1994.

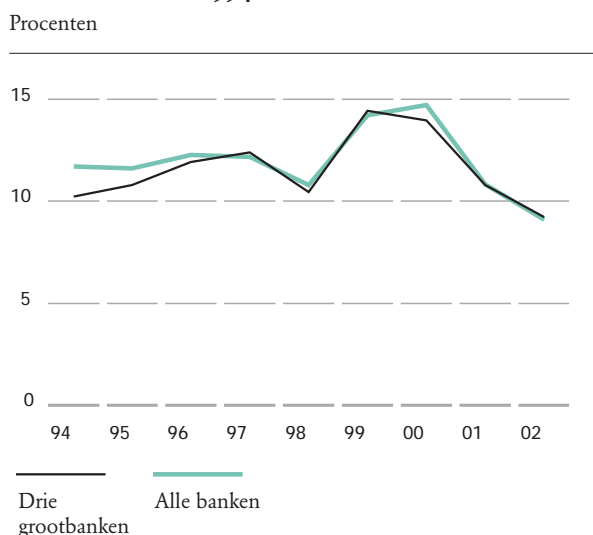
De winstdaling van het bankwezen is het gevolg van twee factoren. Ten eerste vond een stijging van de voorzieningen plaats, dit om de groei van het aandeel slechte leningen in portefeuille op te vangen. In de tweede plaats daalden de niet-rentebaten als gevolg van de ongunstige ontwikkelingen op de aandelenmarkten. De dalende inkomsten hebben de grote banken het sterkst getroffen. Immers, het zijn juist de grootbanken die in de periode vóór de omslag op de aandelenmarkten hun werkterrein hebben uitgebreid in de richting van *investment banking* en *asset management*. Deze activiteiten zijn gerelateerd aan en daarmee gevoelig voor ontwikkelingen op de financiële markten. Banken die zich concentreren op *retail banking* hadden minder te lijden van de negatieve ontwikkelingen op de beurzen. Overigens lag het winstpeil van het Europese bankwezen medio 2002 nog altijd op het niveau van het gemiddelde over de jaren 1995-1999.

Ingehouden winsten zijn een mogelijkheid voor banken om de vermogenspositie te versterken. Vandaar het belang van voldoende rentabiliteit voor de gezondheid van het bankwezen. Uit marktgebaseerde maatstaven<sup>1</sup> blijkt, dat in de perceptie van de financiële markten de kans op faillissement van de grote banken in de eu weliswaar is toegenomen, maar dat die nog altijd minder hoog is dan in 1998 tijdens de nasleep van de Azië- en Ruslandcrisis.

Ook in het geval dat zich reeds in 2003 een voorzichtige economisch herstel aftekent, kan de kwaliteit van de activaportefeuille van het bankwezen mogelijk nog verder verslechteren en de voorzieningen eventueel toenemen. Er zit immers een vertraging tussen het moment waarop risico's voor het bedrijfsleven ontstaan, en het neerslaan ervan in de balansen van de banken. Voor het Nederlandse bankwezen geldt echter dat de afgelopen jaren reeds hoge voorzieningen zijn getroffen (tabel 1). Ervan uitgaande dat de conjunctuur niet verder verslechtert, komt het bedrijfsresultaat van de banken vermoedelijk niet verder onder druk te staan door stijgende voorzieningen.

Zoals tabel 1 laat zien, liep in het vierde kwartaal de winstgevendheid van Nederlandse banken, afgemeten aan het bedrijfsresultaat na belastingen, verder terug. Dit is een voortzetting van een trend die reeds in eerdere kwartalen zichtbaar was. De dalende provisie-inkomsten en overige baten weerspiegelen duidelijk het

**Grafiek 1 Ontwikkeling rentabiliteit bankwezen in Nederland sinds 1994 tot ultimo 2002**



Toelichting: Rentabiliteit is gedefinieerd als netto bedrijfsresultaat gedeeld door het gemiddelde eigen vermogen (kapitaal, reserves, belang van derden en onverdeelde winst).

Bron: Eigen opgaven door banken.

**Tabel 1 Resultaten Nederlandse banken <sup>1</sup>**

Veranderingen ten opzichte van dezelfde periode voorgaande jaar, procenten

	2000	2001	2002	2002			
				i	ii	iii	iv
Totaal baten	17,5	-0,2	-1,8	4,3	-1,7	-4,4	-5,1
<i>Rente</i>	6,3	6,6	7,0	15,9	4,8	3,1	5,2
<i>Provisie</i>	28,9	-9,9	-8,2	-2,7	-4,3	-9,1	-16,1
<i>Overige baten</i>	38,9	-4,1	-21,6	-17,3	-16,0	-24,1	-20,3
Totaal lasten	16,7	7,4	1,8	7,1	5,5	-2,4	-2,0
<i>Bedrijfslasten</i>	19,8	2,5	-2,7	3,6	-1,7	-4,9	-7,3
<i>Voorzieningen totaal</i> <sup>2</sup>	-18,4	92,2	41,5	50,1	90,7	20,8	14,4
Bedrijfsresultaat na belasting	21,5	-19,3	-14,5	-8,8	-23,4	-7,2	-17,0

<sup>1</sup> Op basis van toezichtrapportages, voor populatiewijzigingen gecorrigeerd.

<sup>2</sup> Dit is de som van waardeveranderingen van vorderingen, waardeveranderingen van financiële vaste activa en het saldo van toevoegingen en onttrekkingen aan het far.

verslechterde beursklimaat. Ook door hogere voorzieningen als gevolg van de afzwakkende conjunctuur nam het bedrijfsresultaat af. Hiertegenover staat echter een aantal belangrijke positieve ontwikkelingen. Zo verbeterde het renteresultaat. Deze verbetering is deels toe te schrijven aan een toename van de omvang van de kredietverlening. Daarnaast liep het verschil tussen de lange en korte rente op, hetgeen de netto-rentebaten positief beïnvloedt doordat de passiva van banken gemiddeld een kortere looptijd hebben dan hun activa. Ook liepen vanaf het tweede kwartaal de bedrijfslasten terug als gevolg van de doorgevoerde kostenbesparende maatregelen van banken. Opvallend is dat deze trend zich versterkt voortzette, zodat de banken het vierde kwartaal afsloten met een lastendaling van ruim 7%, hetgeen de daling op jaarbasis op 2,7% deed uitkomen.

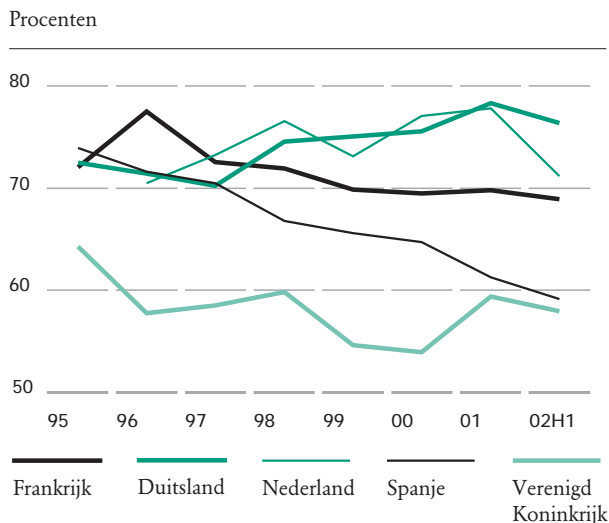
Ondanks de afgenomen winstgevendheid bleef de solvabiliteit van het bankwezen in de eu op peil. Voor de Nederlandse banken verbeterde de solvabiliteitsratio van 11,4% in 2001 naar 11,9% in 2002. Dit is te danken aan het feit dat de kapitaalbasis in 2002 toenam met 0,5% en tegelijkertijd de omvang van de risicogewogen activa daalde met -3,3%. Ook de solvabiliteit van de Nederlandse grootbanken verbeterde in 2002, naar 11,1% tegen 10,8% in 2001. Al met al bevindt de solvabiliteitsratio van het Nederlandse bankwezen, dankzij een bewust daarop gericht beleid van de banken, zich ruimschoots boven het vereiste minimum van 8%. Bovendien is een opgaande lijn in de ratio waar te nemen. Er kan dan ook worden geconstateerd dat het

Nederlandse bankwezen eind 2002, mede dankzij een gezonde uitgangspositie en actief management van de solvabiliteit, een goede solvabiliteitsratio heeft. Dat is des te meer een prestatie gezien de ongunstige conjuncturele omstandigheden en de ontwikkeling op de aandelenbeurzen.

Desalniettemin is waakzaamheid geboden. Op macro-prudentieel vlak signaleert het hoofdstuk 'Financiële stabiliteit' een aantal neerwaartse risico's die via een reductie van de groei van de economie de ingezette winstdaling van de Nederlandse banken kunnen versterken. De Bank houdt dan ook, zoals altijd, de ontwikkelingen bij individuele banken nauwlettend in het oog om zodoende de veerkracht en weerstand van de sector te kunnen blijven waarborgen.

Een gebruikelijke maatstaf voor de efficiëntie van een bank is de kosten-baten ratio. Efficiëntie wordt gedefinieerd als de verhouding tussen inputs en outputs. Bij banken wordt dit vertaald naar de verhouding tussen de som van de bedrijfslasten (exclusief waardeveranderingen van vorderingen en financiële vaste activa, en daarmee exclusief voorzieningen) en de som van de baten. Hoe lager deze ratio is, des te hoger is de efficiëntie van een bank. Het is bij interpretatie van deze ratio overigens wel noodzakelijk dat de bancaire markt voldoende competitief is. In geval van kartelvorming kunnen banken hun inefficiënties immers (in de vorm van hogere rentemarges en provisies) doorberekenen aan de consument en daarmee hun inkomsten verhogen, hetgeen leidt tot kunstmatig lage kosten-

**Grafiek 2 Kosten-baten ratio van grootbanken; internationale vergelijking sinds 1995**



Bron: Bankscope.

baten ratio's. Voor de Nederlandse markt lijkt dit echter niet het geval te zijn. Grafiek 2 geeft een internationale vergelijking van de ontwikkeling van de kosten-baten ratio van de grootbanken in een aantal landen in de afgelopen jaren.<sup>2</sup>

Zoals uit grafiek 2 blijkt, vertoont de kosten-baten ratio van de Nederlandse grootbanken sinds begin 2002 een aanzienlijke daling. Kennelijk werpt de intensivering door de Nederlandse grootbanken van hun strategie gericht op kostenbesparing vruchten af. Dit is des te opmerkelijker, omdat er in een situatie van afnemende baten extra kostenbesparingen nodig zijn om een daling van de ratio te realiseren. Tegelijkertijd daalde overigens het gemiddelde van de ratio in internationaal perspectief eveneens, zodat de relatieve positie van de Nederlandse grootbanken niet verbeterde. Uitgaande van de kosten-baten ratio als maatstaf voor efficiëntie, behoren onze grootbanken met een kosten-baten ratio van ruim 71% medio 2002 toch nog tot de minder efficiënte banken in deze internationale vergelijking.

Van de eu-landen heeft het Verenigd Koninkrijk (vk) de laagste kosten-baten ratio. Een nadere vergelijkende analyse van het bankwezen in Nederland respectievelijk het vk kan daarom aanknopingspunten bieden voor een verklaring van de ontwikkeling van de prestaties van de Nederlandse grootbanken in internationaal perspectief. Hiertoe is gekeken naar de vijf grootste algemene banken in het vk en Nederland. Beide groepen banken bedienen meer dan 70% van de markt voor het midden- en kleinbedrijf en voor gezinnen.

Het onderzoek heeft betrekking op 2001 en komt

tot de conclusie dat de prestatieachterstand van de onderzochte Nederlandse banken (binnenlands bedrijf) in vergelijking met het vk vooral het resultaat is van lagere inkomsten en in mindere mate van hogere kosten. Zo ligt de netto rentemarge van het Nederlandse bankwezen ruimschoots onder die van de vergelijkbare banken in het vk. De lagere marge zit hem niet in de ontvangen rente, maar vloeit voort uit het feit dat het door de banken aan hun klanten betaalde rentetarief, op deposito's en spaarrekeningen, in Nederland aanzienlijk hoger is. Een tweede verklaring voor het verschil in baten heeft betrekking op de tarieven van bankproducten en diensten. Het merendeel van de bancaire producten voor gezinnen is in beide landen gratis, maar er bestaat een aanzienlijk verschil in de tarieven die de grootbanken in rekening brengen aan bedrijven. De gemiddelde ondernemer in het vk (midden- en kleinbedrijf) betaalt anderhalf maal zo veel voor bancaire producten en diensten als zijn collega in Nederland.

Het verschil in kosten tussen de onderzochte grootbanken in Nederland en het vk is vooral toe te schrijven aan de loonkosten per werknemer, die in Nederland beduidend hoger zijn.

## Beleid en regelgeving

### *Instellingen voor elektronisch geld*

Per 1 juli 2002 kent de Wet toezicht kredietwezen 1992 (Wtk) naast de gewone kredietinstellingen een tweede soort kredietinstelling, de instelling voor elektronisch geld (egi). Deze wijziging van de Wtk heeft plaatsgevonden in het kader van de implementatie van de Europese Elektronisch-geldrichtlijn. De Wtk definieert elektronisch geld als een geldswaarde, opgeslagen op een elektronische drager. Daarbij kan worden gedacht aan chipkaarten, maar ook aan betaalmethoden waarbij gebruikers via hun mobiele telefoon of internet over een elektronisch tegoed kunnen beschikken. Een instelling kwalificeert zich als egi als met het elektronische geld dat zij uitgeeft ook betalingen kunnen worden verricht aan anderen dan de uitgevende instelling. Toepassen van het volledige bancaire toezichtregime zou een te zware maatregel zijn voor dit type instellingen. De specifieke regelgeving is erop gericht houders van elektronische tegoeden adequaat te beschermen en tegelijkertijd egi's voldoende flexibiliteit te bieden om in te spelen op nieuwe ontwikkelingen.

Niet alle instellingen die op grond van de Wtk als egi worden aangemerkt moeten beschikken over een egi-

vergunning van de Bank. Een bedrijf dat een met geld oplaadbare elektronische pas uitgeeft aan zijn personeelsleden die daarmee hun lunch in de kantine van het bedrijf kunnen betalen, is dus niet aan te merken als egi. Dit is anders indien de kantine niet behoort tot het bedrijf dat de passen uitgeeft. In navolging van de richtlijn acht de minister de risico's van bepaalde kleine, lokaal opererende egi's beperkt. Indien zij elektronisch geld uitgeven met een maximum geldswaarde van eur 150 per elektronische waardedragers, komen zij in aanmerking voor een vrijstelling van de vergunningplicht voor zover zij bovendien aan één van de volgende voorwaarden voldoen: (1) de totale financiële elektronischgeldverplichtingen zijn nooit hoger dan eur 6 miljoen, (2) het elektronische geld wordt slechts aanvaard door instellingen waarmee de egi in een groep is verbonden of (3) het elektronische geld wordt slechts aanvaard door een beperkt aantal gemakkelijk te onderscheiden bedrijven of instellingen. Dat laatste is bijvoorbeeld het geval als deze bedrijven hetzelfde gebouw, terrein of een andere feitelijk begrensde locatie delen, zoals aan een winkelcentrum. Vrijgestelde egi's staan niet onder toezicht, maar moeten wel aan een aantal verplichtingen voldoen. Zo moeten zij jaarlijks binnen zes maanden na afloop van het boekjaar verslag doen van hun activiteiten met vermelding van de totale waarde van de financiële verplichtingen die met de uitgifte van elektronisch geld verband houden.

Vergunninghoudende egi's zijn vrij zich te vestigen en diensten te verrichten in andere eu-lidstaten. De wederzijdse erkenning geldt echter uitsluitend voor de uitgifte van elektronisch geld. Alle egi's dienen te voldoen aan de Wet identificatie dienstverlening, de Wet melding ongebruikelijke transacties en de Sanctiewet 1977.

#### *Customer due diligence*

Medio 2002 heeft de Bank het rapport 'Customer due diligence for banks' aan de onder toezicht staande kredietinstellingen verspreid. Dit is een rapport van het Bazelse Comité en de Offshore Group of Banking Supervisors. Deze laatste groep is opgericht in 1980 als een samenwerkingsverband van bancaire toezichthouders in zogenoemde offshore financiële centra. Customer due diligence (cdd) is het in kaart brengen van het type klanten waarmee de bank zaken doet. Het rapport beschouwt cdd als een essentieel element van risicomanagement. De bedreigingen die uit kunnen gaan van het zaken doen met een klant over wie men onvoldoende informatie heeft, werden tot voor kort veelal uitsluitend in verband gebracht met het risico dat een bank onbedoeld klanten zou kunnen faciliteren bij

witwasconstructies. Het rapport beziet ook andere risico's die uitgaan van de klant, zoals reputatie-, operationeel-, juridisch- en concentratierisico, dit mede in het licht van terrorismefinanciering.

Het is de bedoeling dat bancaire instellingen op termijn de in het rapport genoemde risico's beheersen. Het Bazels rapport geeft minimumnormen waaraan de gevraagde inspanningen van de banken op het gebied van cdd moeten voldoen. De Bank heeft er voorshands voor gekozen geen eigen nadere regelgeving uit te vaardigen, dit ter beperking van de lasten en ter bevordering van een *level playing field*. Zij acht het wel van groot belang dat de banken aan de normen voldoen. De instellingen hebben op basis van het rapport inmiddels een inventarisatie gemaakt van de punten waarop zij tekortschieten. Als vervolg hierop dienen zij aanvullend beleid te formuleren, waaronder regels voor de acceptatie van klanten. Hierover is overleg tussen de Bank en de Nederlandse Vereniging van Banken gaande.

#### *Kapitaalakkoord en procycliciteit*

De regelgeving in het nieuwe Kapitaalakkoord heeft als belangrijk kenmerk dat de risicoweging ten behoeve van de kapitaalseisen gevoeliger wordt. Een mogelijk nadeel van risicogevoeligheid is procycliciteit: het gevaar dat de kapitaalseisen de conjunctuur versterken. Bij een tegenvallende economische ontwikkeling nemen immers de risico's toe en wordt daarmee het verlenen van vooral bedrijfskrediet voor banken kostbaarder in termen van kapitaalsbeslag. Duurder krediet kan de neerwaartse conjuncturele beweging versterken. Het Bazelse Comité heeft maatregelen genomen om het risico dat de regelgeving procyclische effecten heeft te verminderen. Over de hele linie zijn de gewichten minder risicogevoelig geworden waardoor de procycliciteit nu geringer is dan in de eerdere voorstellen. Ook mogen banken sommige typen leningen aan het midden- en kleinbedrijf aangeven als retail-leningen, waarvoor een lager risicogewicht geldt dan voor bedrijfskrediet. Verder dienen banken na te gaan in hoeverre hun portefeuille bestand is tegen een recessie, gedefinieerd als een periode van een halfjaar zonder economische groei. Hun kapitaalbuffers moeten toereikend zijn om zo'n periode van laagconjunctuur op te vangen zonder inkrimping van de kredietverlening. Deze maatregelen beogen de procycliciteit te reduceren zonder afbreuk te doen aan datgene wat het Kapitaalakkoord beoogt. Dit is het bevorderen van de gezondheid van individuele banken en daarmee van de financiële stabiliteit.



*Memoranda of Understanding*

De Bank heeft Memoranda of Understanding (mou's) met alle eu-landen. In de mou's liggen afspraken vast over samenwerking en informatie-uitwisseling tussen toezichthouders in het land waar het hoofdkantoor van een bank is gevestigd en in het land waar dochterbanken of bijkantoren activiteiten uitoefenen. Verder heeft de Bank besloten dat zij in het kader van haar verantwoordelijkheid als geconsolideerd toezichthouder overeenkomsten wil aangaan met toezichthouders in landen waar Nederlandse banken substantiële vestigingen hebben. Onderhandelingen hebben inmiddels geresulteerd in een overeenkomst met de Nederlandse Antillen, Zwitserland en de vs. Verder wil de Bank komen tot overeenkomsten met toezichthouders van de kandidaat-eu-landen, daarbij vooruitlopend op de situatie dat de betrokken landen na toetreding onder de eu-richtlijnen vallen. Inmiddels is een mou tot stand gekomen met Hongarije. Andere eu-kandidaten zullen op afzienbare termijn volgen. De Bank is druk doende die landen op toezichtgebied te helpen en te adviseren in hun voorbereidingen op de toetreding tot de eu.

Verder hebben de banktoezichthouders en centrale banken in de eu, verenigd in het Banking Supervision Committee van de Europese Centrale Bank, onlangs een multilateraal mou afgesloten voor crisismanagement. Het mou regelt een aantal procedures voor een crisis met grensoverschrijdende effecten bij een individuele bank of bancaire onderdeel van een financiële groep, dan wel bij een algemene crisis in financiële markten of infrastructuur. Het is een uitvloeisel van het efc Report on Financial Crisis Management dat in 2001 door de Ecofin werd goedgekeurd.

Het mou voor crisismanagement bepaalt dat als een bank in een crisis raakt, de autoriteiten van het land waar de instelling is gevestigd in het algemeen verantwoordelijk zijn voor de besluitvorming, inclusief het activeren van de procedures. Het mou regelt verder dat alle betrokken autoriteiten, hetzij toezichthouders, hetzij centrale banken, elkaar zo spoedig mogelijk informeren over een noodsituatie en over eventuele maatregelen. Ook is overeengekomen dat elke instantie die informatie heeft die kan duiden op een crisis bij een bank, de verantwoordelijke autoriteiten in het buitenland op de hoogte stelt. Die kunnen vervolgens besluiten nemen en de betrokken autoriteiten in andere eu-landen informeren. In geval van een crisis die meerdere landen raakt, zoals na 11 september 2001, zijn multilaterale informatie-uitwisseling en samenwerking het meest geschikt.

Het mou is geen blauwdruk voor crisismanagement. De beste wijze van samenwerking in een crisis hangt af van de concrete noodsituatie. Het mou biedt ruimte voor de dan benodigde flexibiliteit. Zo zullen in de praktijk bij crisismanagement meerdere instanties zijn betrokken, zoals ministeries van financiën, niet-bancaire toezichthouders of niet-eu-autoriteiten. Al met al is de essentie van het mou dat het duidelijkheid schept over een aantal belangrijke principes en procedures, maar de nationale autoriteiten in de eu de ruimte biedt om een financiële crisis zo effectief mogelijk aan te pakken.

**Vormgeving van het toezicht**

In 2002 vond een ingrijpende wijziging van de vormgeving van het financiële toezicht in Nederland plaats. In het nieuwe model is dit toezicht niet per financiële sector, maar functioneel georganiseerd. De Bank blijft verantwoordelijk voor de stabiliteit van het systeem als geheel. Het prudentiële toezicht wordt uitgeoefend door de Bank en de pvk, terwijl de Autoriteit Financiële Markten verantwoordelijk is voor het gedragstoezicht.

De samenwerking tussen dnb en de pvk is in snel tempo geïntensiveerd. Mede op basis van de ervaringen die zijn opgedaan met de versterkte samenwerking is eind 2002 aan de Ministers van Financiën en Sociale Zaken en Werkgelegenheid voorgesteld om de Bank en de pvk volledig te integreren. De Ministers onderschrijven het streven naar een fusie en hebben het voorstel voorgelegd aan de Tweede Kamer. Zij hebben de Bank en de pvk verzocht om in afwachting van overleg met de Tweede Kamer de fusieplannen verder uit te werken, dit in overleg met de betrokken marktpartijen.

Het nieuwe, functionele model heeft ook gevolgen voor de financiering van het toezicht. Ontwikkelingen op de financiële markten leiden tot een toenemend aantal taken en bevoegdheden voor de toezichthouders. Hierdoor zijn de totale lasten van het toezicht in de afgelopen vijf jaar fors toegenomen. Tot dusverre wordt de financiering van de kosten per sector afzonderlijk geregeld. Nu het toezicht niet langer sectoraal, maar functioneel is georganiseerd, is herziening van het financieringsmodel aan de orde. Naar verwachting gaan banken in de toekomst bijdragen aan de kosten van het door de Bank uitgeoefende toezicht. Het Ministerie van Financiën, de toezichthouders en de sector brengen momenteel de kosten en de

mogelijke heffingsgrondslagen in kaart. Op basis hiervan wordt een nieuwe financierings- en heffingsstructuur uitgewerkt en vanaf 1 januari 2004 toegepast. In dit verband onderzoeken de betrokken partijen hoe de transparantie van de consultatie- en besluitvormingsprocedures op het gebied van regelgeving en kostendoorbelasting kan worden verbeterd.

<sup>1</sup> De zogeheten 'distance-to-default'.

<sup>2</sup> Hiertoe worden banken gerekend met een Tier-1 kapitaal van meer dan eur 3 miljard.

# Actuele ontwikkelingen in het betalings- en effectenverkeer

Het elektronische betalingsverkeer heeft in 2002 opnieuw een sterke toename laten zien. In het toonbankverkeer wordt steeds meer gebruik gemaakt van pinpas en elektronische portemonnee, en relatief minder van bankbiljetten en munten. In 2002 werd voor het eerst meer dan 1 miljard maal elektronisch over de toonbank betaald. In het betalingsverkeer 'op afstand' wonnen elektronisch bankieren en de automatische incasso opnieuw terrein. Ook het betaalsysteem TOP van de Nederlandsche Bank (DNB), waarin transacties tussen financiële instellingen worden afgewikkeld, liet een omzetstijging zien. Transacties in TOP uit hoofde van het effectenverkeer namen evenwel af.

Voor zover uit beschikbare cijfers valt op te maken is het aantal bankbiljetten in circulatie in Nederland lager dan in de periode vóór de invoering van de euro. Stromen van bankbiljetten tussen de eurolanden bemoeilijken evenwel het zicht op de bankbiljettencirculatie per land.

In januari is voor het eerst het zogenoemde Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer bijeen geweest. Dit overleg verenigt maatschappelijke organisaties die vragers en aanbieders van betaaldiensten vertegenwoordigen, onder voorzitterschap van DNB. In het overleg komen zaken als de maatschappelijke efficiëntie, de toegankelijk

en de veiligheid van het betalingsverkeer aan de orde. In dit kader wordt gewerkt aan concrete oplossingen voor gesignaleerde knelpunten.

In samenwerking met de clearingorganisatie voor effecten Clearnet is een nieuwe stap gezet in de integratie van de operationele processen van Euronext, de organisatie van de gefuseerde Amsterdamse, Brusselse en Parijse beurzen. Clearing members kunnen voortaan de afwikkeling in geld van op de beurs verhandelde derivaten op één lokatie binnen het Euronextgebied concentreren (voor Nederlandse clearing members bij DNB), zodat ze betaalstromen efficiënter kunnen organiseren.

## Elektronisch betalen stijgt verder in 2002

Hoewel de particuliere consumptie slechts beperkt groeide en de omzet in de detailhandel in 2002 stagneerde, liet het elektronisch betalen van gezinnen en niet-financiële bedrijven wederom een sterke stijging zien (tabel 1). In het toonbankbetalingsverkeer nam het aantal met de pinpas verrichte transacties met 12% toe, waarmee de grens van 1 miljard pinbetalingen werd

Tabel 1 Elektronisch retailbetalingsverkeer

	1999	2001	2002 <sup>1</sup>	1999	2001	2002 <sup>1</sup>
	Aantallen in miljoenen			Waarde in eur miljard		
<b>Toonbankbetalingen</b>						
Pinnen	700	954	1.069	32,2	43,4	50,6
Elektronische portemonnee	22	31	85	0,07	0,09	0,22
Credit card	44	48	46	4,4	5,3	5,3
Totaal toonbank elektronisch	766	1.033	1.200	36,7	48,8	56,1
<b>Betalingen op afstand</b>						
Machtigingen (incasso's)						
Consumenten	714	791	896	62	72	76
Bedrijven	71	82	94	79	103	110
Elektronische overschrijvingen						
Consumenten	124	158	167	43	65	72
Bedrijven	590	684	705	1.154	2.164	2.326
pm Formuliergebruik						
Consumenten	340	322	314	122	127	133
Bedrijven	85	76	74	873	853	874

<sup>1</sup> 2002: raming dnb.

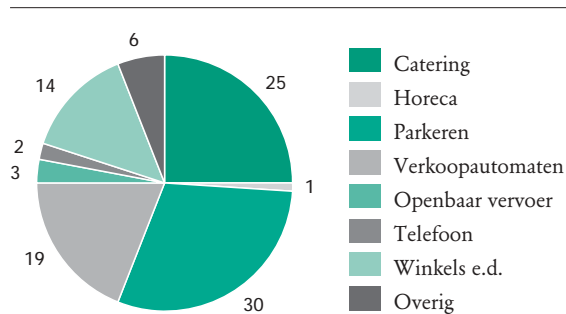
doorbroken. Het aantal transacties met de elektronische portemonnee, de chipknip, verdrievoudigde zelfs bijna, tot een aantal van 85 miljoen. De groei was het grootste in het parkeersegment. Daar nam het aantal chipknipbetalingen met ruim 600% toe tot 25 miljoen transacties. De helft hiervan vond plaats in de drie gemeenten waar voor parkeren uitsluitend elektronisch kan worden betaald. Naast het parkeren is de chipknip vooral populair in bedrijfsrestaurants e.d. (catering) en verkoopautomaten (snoep, sigaretten, frisdrank). Zie grafiek 1.

Tegenover de elektronische betalingen met pinpas en chipknip in het toonbankbetalingsverkeer staat overigens nog altijd een veelvoud aan contante betalingen met bankbiljetten en munten; dat aantal ligt naar schatting boven de 6 miljard transacties per jaar, al is het wel dalende. Doordat vooral kleinere bedragen contant worden betaald en grotere bedragen worden gepind liggen de verhoudingen qua omgezette waarde anders. Naar schatting wordt nu ongeveer de helft van de omzet bij toonbankinstellingen elektronisch afgerekend. Ook de betalingen ‘op afstand’, de betalingen die door middel van overschrijvingen, acceptgiro’s en machtigingen plaatsvinden, worden in toenemende mate op elektronische wijze verricht. Bij bedrijven gebeurt dit reeds voor meer dan 90%. Voor betalingen van particulieren ligt dit percentage aanmerkelijk lager. Tegenover het toenemend gebruik van machtigingen en telebankieren staat nog altijd een – minder efficiënte – substantiële papierstroom van (voor de particulier gratis) acceptgiro’s en overschrijvingsformulieren.

In het topgirale betalingsverkeer, de betalingen tussen financiële instellingen die in het betalingssysteem top van dnb worden afgewikkeld, nam in 2002 zowel het aantal als de omgezette waarde toe (tabel 2). Achter deze toename gaat een aantal uiteenlopende ontwikkelingen schuil. De stijging van het aantal transacties in

**Grafiek 1 Waar werd gechipt in 2002?**

Aandeel aantallen transacties, procenten



top is voor het overgrote deel toe te schrijven aan de versnelde verwerking van retailbetalingstransacties via Interpay. Werden deze voorheen eenmaal per dag netto in top tussen de banken verrekend, sinds oktober 2001 vindt de interbancaire verrekening een groot aantal malen per dag plaats, en deels bruto (zie voor een uitgebreide toelichting het Kwartaalbericht van december 2001). Een andere oorzaak van de toename van het verkeer in top is het steeds grotere aantal grensoverschrijdende betalingen van cliënten van de banken dat via target loopt, het betaalsysteem van het escb dat de nationale centrale-banksystemen verbindt. Deze efficiëntere routing komt dan veelal in de plaats van het gebruik van een correspondentbank elders in het eurogebied. Tegenover deze ontwikkelingen staat een afname van het betalingsverkeer dat voortvloeit uit transacties op de financiële markten. Zowel qua aantal transacties als qua omzet namen de in de boeken van de Bank afgewikkelde betalingen uit hoofde van effectentransacties af. Ook de omgezette waarde van binnenlandse interbancaire transacties, onder meer op de geldmarkt, nam af.

**Tabel 2 Ontwikkeling topgiraal betalingsverkeer**

	1999	2001	2002	1999	2001	2002
	Aantallen in duizenden			Waarde in eur miljard		
Binnenlands	1.870	1.721	1.512	6.139	7.511	7.548
Buitenlands	358	508	561	8.089	11.868	11.480
Effectentransacties (buiten beurs)	984	1.534	1.517	602	909	682
Vereveningen beurs	9	12	9	37	55	51
Vereveningen Interpay	11	248	949	121	345	1.042
<b>Totaal top</b>	<b>3.232</b>	<b>4.023</b>	<b>4.548</b>	<b>14.987</b>	<b>20.689</b>	<b>20.803</b>

## Opvallende aspecten van de circulatie van eurobankbiljetten in Nederland

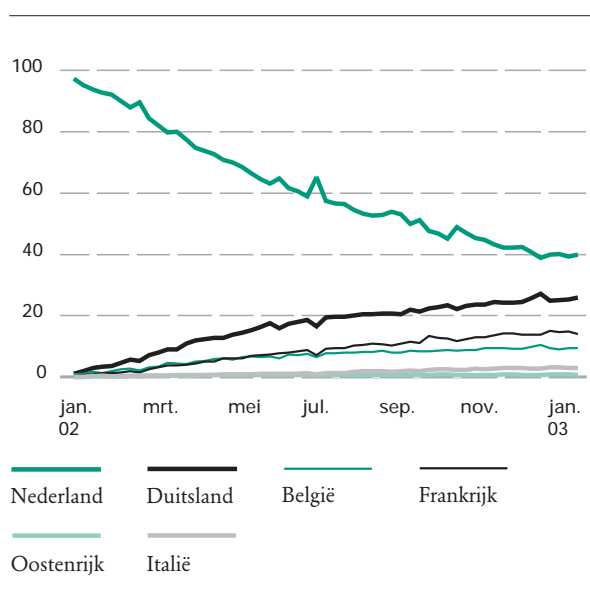
Ruim een jaar na de invoering van de euromunten en -biljetten kan een eerste zinvolle vergelijking worden gemaakt tussen de circulatie van aantallen en waarde van de eurobiljetten in Nederland en die van guldenbiljetten in het guldentijdperk. Een probleem dat zich bij deze vergelijking voordoet is dat tegenwoordig de circulatie van biljetten niet meer exact per land is vast te stellen. Voor Nederland moet de Bank uitgaan van het saldo van haar eigen ontvangsten en uitgaven (de zogenoemde netto-uitgifte). Deze verschilt van de feitelijke circulatie doordat toeristen en zakenreizigers eurobiljetten meenemen uit Nederland of deze biljetten uit andere landen mee terug nemen (migratie). Aldus is alleen op Europees niveau de omvang van de circulatie van eurobiljetten vast te stellen. Wanneer de netto-uitgifte als indicator van de circulatie wordt gehanteerd, kan worden geconstateerd dat per februari 2003 de totale netto-uitgifte bijna 270 miljoen eurobiljetten bedroeg, substantieel lager dan het aantal guldenbiljetten dat in dezelfde periode in 2000 in circulatie was, 380 miljoen. De gezamenlijke waarde beliep circa eur 15 miljard, tegen eur 16 miljard ultimo februari 2000, zodat in waarde het verschil aanmerkelijk geringer is.

De relatief hoge waarde van de totale netto-uitgifte weerspiegelt zich in de coupureverdeling. De netto-uitgifte van de drie hoogste coupures eurobiljetten neemt sinds de invoering continu toe en vertoont nog steeds een stijgende lijn. De netto-uitgifte van deze coupures bevindt zich nu nog maar licht onder het circulatieniveau van nlg 250 en nlg 1000 biljetten in 2000. Verwacht wordt dat de bovengenoemde eurocoupures het niveau van de hoogste twee guldenbiljetten gaat overschrijden. Dit wordt naar alle waarschijnlijkheid veroorzaakt door het vullen van de opotkassen bij het publiek en wellicht ook door migratiestromen. Uit eerder onderzoek van de Bank is gebleken dat opotkassen na circa twee jaar zijn aangevuld. Derhalve kan pas eind 2004 worden vastgesteld of migratie hier een rol speelt.

De netto-uitgaven van de drie laagste coupures laten een tegenovergestelde ontwikkeling zien en nemen vrijwel onafgebroken af. Het eur 20 biljet spant de kroon; van deze coupure heeft de Bank in 2002 iedere maand meer biljetten ontvangen dan zij heeft uitgegeven. Dit duidt er op dat een steeds groter deel van de in Nederland circulerende eur 20 biljetten afkomstig is uit andere landen, hetgeen ook blijkt uit een analyse van de door de Bank ontvangen biljetten van deze coupure (grafiek 2).

## Grafiek 2 Ontvangsten eur 20 biljetten naar land van herkomst

Procenten



Dit hangt waarschijnlijk samen met de populariteit van deze coupure in onze buurlanden, waar bij het pinnen vooral het eur 20 biljet wordt gedistribueerd.

Andere mogelijke verklaringen voor de verschillen in aantallen tussen de netto-uitgifte van eurobiljetten en de circulatie van guldenbiljetten zijn onder meer de substitutie van eur 5 biljetten door munten of een gewijzigde voorkeur van het publiek voor bepaalde coupures. Dit laatste wordt beïnvloed door de commerciële banken. Zij bepalen welke coupures het publiek uit de gelduitgifteautomaten kan verkrijgen. Voorgenomen verder onderzoek naar het betaalgedrag van het publiek kan over de relevante factoren in de toekomst wellicht meer duidelijkheid geven.

## Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer van start

Op 22 januari 2003 is het Maatschappelijk Overleg Betalingsverkeer (mob) voor het eerst bijeen geweest. Dit overleg is door de Minister van Financiën ingesteld ter bevordering van een maatschappelijk efficiënte inrichting van het Nederlandse retailbetalingsverkeer. Hierin overleggen maatschappelijke groeperingen periodiek over knelpunten en maatschappelijke gevolgen van ontwikkelingen in het betalingsverkeer. Het mob is breed samengesteld uit instanties die aanbieders en gebruikers van het betalingsverkeer vertegenwoordigen, zoals de koepelorganisaties van winkeliers en ban-

ken, de Consumentenbond en organisaties van mensen met een functiebeperking. dnb zit het mob voor en verzorgt het secretariaat.

In de eerste vergadering is een aantal belangrijke kwesties die spelen op de Nederlandse betaalmarkt besproken: de bereikbaarheid en de toegankelijkheid van bankdiensten, de veiligheid van het betalingsverkeer, de verhuisservice die banken zullen bieden om het wisselen van bank gemakkelijker te maken, en de uitvoering van de aanbevelingen van dnb bij het rapport van de Werkgroep Tariefstructuren en Infrastructuur in het betalingsverkeer.

Naar aanleiding van de maatschappelijke discussies over de afgenomen *bereikbaarheid* van bancaire diensten wordt onderzocht waar knelpunten zich daadwerkelijk voordoen, en wordt een inventarisatie gemaakt van de stand van zaken omtrent de aanbevelingen die ter verbetering van de bereikbaarheid in de verschillende studies van de koepelorganisaties zijn gedaan. Op basis daarvan worden oplossingen geformuleerd om de bereikbaarheid van bankdiensten te verbeteren.

Met het oog op een volwaardige participatie in de samenleving vinden de partijen in het mob het van belang dat de *toegankelijkheid* van het betalingsverkeer voor burgers is gewaarborgd. Speciale voorzieningen zijn in dit verband nodig voor ouderen en mensen met een functiebeperking. Het mob zal de stand van zaken inventariseren omtrent de in verschillende verrichte studies opgenomen aanbevelingen ter verbetering van de toegankelijkheid van bankdiensten. Belangrijke aandachtspunten vormen de goede toegankelijkheid van bankkantoren en geldautomaten, en uniformering van de bedieningspanelen van de geldautomaten.

Over het onderwerp *veiligheid* constateert het mob dat dit een onderwerp is met vele dimensies, van fraude met betaalmiddelen tot de fysieke veiligheid van winkelpersoneel. Er zijn raakvlakken met onderwerpen als technologie, efficiëntie en toegankelijkheid. Ook is er uiteraard een relatie met maatschappelijke ontwikkelingen buiten het specifieke betalingsverkeerterrein. Het mob gaat zich over verschillende veiligheidsproblemen buigen, en daarbij, waar nuttig, ook contact leggen met bijvoorbeeld het Nationaal Platform Criminaliteitsbeheersing.

De mob-vergadering heeft kennis genomen van de door het bankwezen in te voeren *verhuisservice* die het overstappen naar een andere bank dient te vergemakkelijken. Deze service biedt de particuliere klant waarborgen dat zijn girale betalingsverkeer vanaf een bepaalde datum zoveel mogelijk automatisch via zijn nieuwe betaalrekening loopt, en ondersteunt de klant bij de overgang van betaalproducten die niet automa-

tisch kunnen worden doorgeleid, zoals bankpassen en pakketten voor elektronisch bankieren. De verhuisservice is tot stand gekomen na overleg met de Consumentenbond, die voorstander blijft van nummerportabiliteit op de langere termijn. Het mob heeft aangeboden om de door de minister gewenste evaluatie van de verhuisservice een jaar na de invoering (naar verwachting het vierde kwartaal van 2003) uit te voeren.

Het opzetten van het mob is één van de aanbevelingen van de Bank aan de minister op basis van de bevindingen van het rapport van de Werkgroep Tariefstructuren en Infrastructuur in het betalingsverkeer ('Werkgroep Wellink') in april 2002. Ook ten aanzien van andere aanbevelingen is voortgang geboekt. Zo loopt onderzoek naar de maatschappelijke kosten van toonbankbetaalinstrumenten. Voorts hebben de banken een positieve respons gegeven op de aanbeveling om het afsluiten van pincontracten niet langer op uniforme wijze door Interpay te laten geschieden, maar rechtstreeks met de betreffende banken. Het bankwezen is druk bezig met de voorbereiding voor invoering hiervan; hier doet zich een aantal problemen voor, waardoor enige vertraging optreedt ten opzichte van de oorspronkelijke streefdatum van 1 januari 2003. De Raad van Commissarissen van Interpay wordt binnenkort uitgebreid met een onafhankelijke deskundige, naast de huidige vertegenwoordigers van de banken/aandeelhouders.

Wat betreft de mogelijke aanpassingen in de organisatie van de bankbiljettendistributie is overleg gaande tussen dnb en de banken. Verder is de Bank bezig met de voorbereidingen voor het invoeren van de mogelijkheid voor niet-banken een settlementrekening te openen, indien dat bijdraagt aan verbetering van de efficiëntie van de financiële infrastructuur. Ten aanzien van de voorgenomen intensivering van het oversight van de Bank op betaalsystemen zullen, in overeenstemming met afspraken in het Eurosysteem, de zogenoemde 'core principles' voor betaalsystemen (voor zover relevant) ook van toepassing zijn bij het oversight op retailbetaalsystemen. Daarnaast is door dnb, mede in het licht van de vorig jaar opgetreden fraudes bij pin-transacties, incassi enzovoort, bezien hoe het oversight op betaalinstrumenten kan worden aangescherpt. In dit kader brengt dnb binnenkort rapport uit aan de Minister van Financiën.

## Nieuwe stap in integratie clearing en settlement Euronext

### *Centralisatie geldsettlement derivatenclearing*

Euronext, de beursorganisatie van de gefuseerde

Amsterdamse, Brusselse en Parijse beurzen, is al langere tijd stapsgewijs bezig de operationele processen te integreren. Dit is nodig om voor de op de beurs handelende marktpartijen te komen tot lagere kosten en verbeterde afhandeling van grensoverschrijdend effectenverkeer.

De Bank is betrokken bij de afwikkeling van effectentransacties, onder meer doordat ze optreedt als zogenoemde settlementbank. Dat wil zeggen dat de betaling verbonden aan effectentransacties plaatsvindt in het betaalsysteem van de Bank, top, via de rekeningen die banken bij dnb aanhouden. Dit betreft zowel buitenbeurstransacties (otc – ‘over-the-counter’), die individueel en bruto worden afgewikkeld via het zogenoemde Trade-for-Tradesysteem, als de transacties van de effecten- en derivatenbeurs van Euronext, die worden aangeleverd via Clearnet, de clearingorganisatie en centrale tegenpartij van de Euronextbeurzen.

In het kader van het integratieproces heeft Clearnet, in nauwe samenwerking met de Bank, een nieuwe dienst ontwikkeld waardoor clearing members centraal binnen het Euronextgebied (Nederland, Frankrijk, België) op één lokatie de geldafwikkeling van de derivatenclearing en (nu nog) een gedeelte van de effecten-clearing kunnen afwickelen. Tot nu toe kon deze geldsettlement alleen decentraal plaatsvinden. Daarbij moesten Nederlandse banken gebruik maken van lokale vestigingen of correspondentbanken in Brussel en Parijs. De nieuwe service betekent dat de binnen Euronext internationaal actieve Nederlandse clearing members alle genoemde transacties via het topsysteem van de Bank kunnen afwickelen, ook die voortkomend uit handel in de Brusselse en Parijse lokaties van Euronext. Hierdoor kunnen deze Nederlandse clearing members hun betaalstromen efficiënter organiseren. Een jaar geleden is een vergelijkbare service ingevoerd voor de door clearing members jegens Clearnet aan te houden zekerheden. Ook hier geldt dat de zekerheden door Nederlandse clearing members centraal bij de Bank kunnen worden aangehouden. De nieuwe geldsettlementservice past binnen het streven van Clearnet en de Bank om de afwikkeling van beurstransacties efficiënter te maken en aan te passen aan de internationale ontwikkelingen.

#### *Oversichtaspecten*

De inrichting van de clearing- en settlementssystemen van de nieuwe beursorganisatie dient veilig en adequaat te zijn om risico's te voorkomen, die de financiële stabiliteit kunnen aantasten. Daarom oefent de Bank samen met de Autoriteit Financiële Markten

(Autoriteit-fm) oversight uit en toetst zij de integratiestappen van Euronext aan een aantal toetsingscriteria. Daarbij komen onder meer de juridische houdbaarheid, het risicobeheersingsbeleid en de operationele betrouwbaarheid van de systemen aan de orde.

Sinds 1 februari 2001 is de Franse clearingorganisatie Clearnet sa juridisch gezien de centrale tegenpartij voor de verrichte handelstransacties voor zowel de Franse, de Belgische als de Nederlandse markt. Clearnet verzorgt de verrekening van hetgeen de deelnemers aan die beurs aan elkaar verschuldigd zijn. De overseer heeft deze migratiestap beoordeeld, onder meer in juridische zin. Een van de aandachtspunten daarbij was de noodzaak tot invoering van de Europese Finaliteitsrichtlijn in Frankrijk, zodat het onherroepelijk zijn van de betaling van de op Euronext Amsterdam gesloten transacties was gegarandeerd. Een vervolgstap in het integratieproces was de overgang in operationele zin van het tot dusver gebruikte clearingsysteem naar het clearingsysteem van Clearnet, het Clearing 21 platform, waarvan Frankrijk en België reeds eerder gebruik maakten. Op 25 oktober 2002 zijn de Nederlandse deelnemers op dit systeem overgegaan. Ook deze integratiestap is door de Bank samen met de Autoriteit-fm getoetst. Gekeken is onder meer naar het risicobeheersingsbeleid en de operationele betrouwbaarheid van het nieuwe systeem, met specifieke aandacht voor de inrichting en het technische en functionele beheer ervan. Daarnaast zijn de continuïteitsmaatregelen voor de it omgeving nader beoordeeld. De Bank en de Autoriteit-fm hebben, onder voorwaarde van een aantal aanvullende eisen, ingestemd met de migratie naar Clearing 21.

Een volgende fase in het integratieproces betrof de centralisatie van het geldsettlement van de derivatenmarkten van Euronext, zoals in de voorgaande paragraaf reeds is aangegeven. De Bank heeft samen met de Autoriteit-fm deze verdere integratiestap getoetst en heeft beoordeeld of de nieuwe systematiek als adequaat kan worden beschouwd. Voor Nederland betekent deze centralisatie dat niet meer, zoals vroeger het geval was, per se evenveel hoeft te worden betaald als wordt ontvangen door alle deelnemers gezamenlijk. Dit geldt nog wel over het geheel van de Euronextmarkten. In de nationale context kan echter geld worden onttrokken of toegevoegd. De Bank heeft samen met de Autoriteit-fm deze migratiestap eind 2002 goedgekeurd, onder de voorwaarde dat wordt voldaan aan een aantal aanvullende juridische eisen. Deze nieuwe dienst bestaat vanaf februari 2003.

# Financiële stabiliteit

Tegen de achtergrond van een aarzelend conjunctuurherstel en internationale spanningen worden de financiële markten de afgelopen maanden geplaagd door aanhoudende onrust. Zo zijn aandelenkoersen na het dieptepunt begin oktober 2002 opnieuw scherp gedaald. Daarnaast deprecieerde de dollar verder ten opzichte van de euro en andere valuta's. In dit artikel staan de neerwaartse risico's voor de financiële stabiliteit centraal. Belangrijke potentiële bronnen van instabiliteit zijn de dreigende oorlog in Irak en het grote Amerikaanse lopende-rekeningtekort. Een schoksgewijze verandering in de bereidheid tot financiering van dit tekort kan voor problemen zorgen. Voorts gaat dit artikel in op de consequenties van een ongunstig scenario voor het Nederlandse bankwezen. Tot slot schenkt dit artikel speciaal aandacht aan de schuldpositie van gezinnen en ontwikkelingen bij levensverzekeraars.

## Recente ontwikkelingen

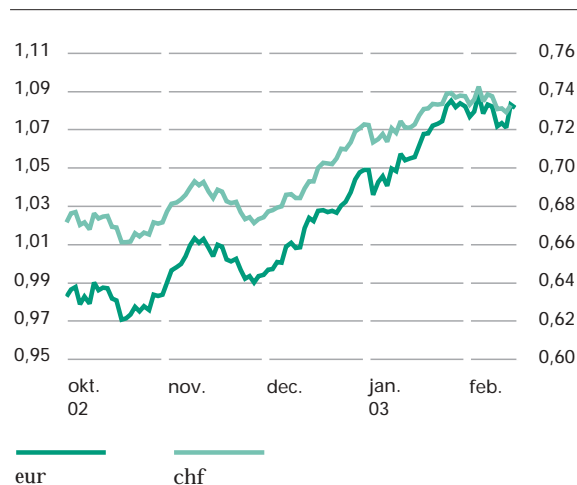
### Internationale financiële markten

Het economische herstel in de grote economische regio's in de wereld is nog altijd broos. Dit blijkt vooral uit de recente cijfers over de Amerikaanse bbp-groei, die na een aanvankelijk krachtig herstel vorig jaar, in het vierde kwartaal weer is vertraagd. Eén van de oorzaken hiervan ligt in de tegenvallende consumentenbestedingen, die lang de drijvende kracht zijn geweest achter het herstel. Voorts lijkt de overcapaciteit in de Amerikaanse economie nog steeds niet volledig te zijn afgebouwd, getuige ook de lage bezettingsgraad en het uitstel van investeringen. Ook in Europa is het beeld nog altijd kwetsbaar (zie het artikel 'Nederland in het eurogebied' elders in dit Kwartaalbericht).

Naast het uitblijven van een doorzettend economisch herstel drukte ook de toenemende dreiging van een oorlog in het Midden-Oosten een steeds zwaardere stempel op de financiële markten. Werden de valutamarkten in oktober en november nog gekenmerkt door relatieve rust, in december maakte deze plaats voor een sterke toename van de volatiliteit en een gestage depreciatie van de dollar ten opzichte van alle andere belangrijke valuta's. De Amerikaanse munt daalde in december met circa 5% ten opzichte van de euro en de yen en zette zijn waardedaling in de weken daarna voort (grafiek 1). De rol van de dollar als veilige haven in perioden van internationale politieke spanning is daarmee niet langer vanzelfsprekend. Mede tegen de achtergrond van het omvangrijke Amerikaanse lopende-rekeningtekort zochten beleggers hun toevlucht tot de

## Grafiek 1 Wisselkoers Amerikaanse dollar

Dagcijfers; dollars per euro respectievelijk Zwitserse franc



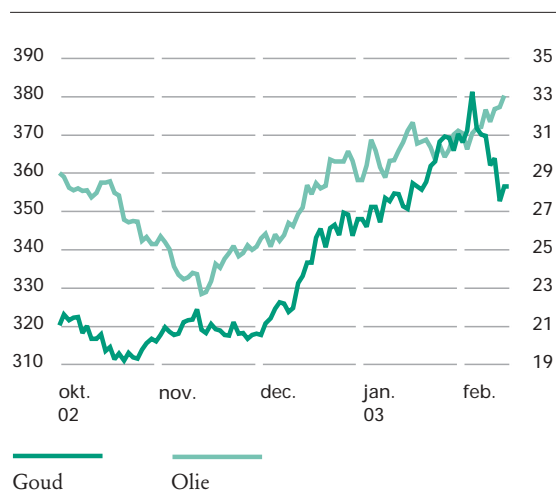
Bron: Bloomberg.

euro, de Zwitserse franc en het goud. Zo steeg de goudprijs in de periode december-januari in dollars uitgedrukt met 16% (7% in euro's), waarna winstnemingen in de eerste helft van februari de prijsstijging overigens weer deels ongedaan maakten.

Vastrentende waarden profiteerden van de toegenomen voorkeur voor veilige financiële activa, zij het vooral in Europa. De rentes op Duitse 10-jaars staatsleningen zijn sinds begin november met circa 70 basispunten gedaald, waarmee de gestaag dalende trend die kenmerkend was voor het jaar 2002 werd voortgezet. In

## Grafiek 2 Goudprijs en olieprijs

Dagcijfers; in usd respectievelijk usd per vat (Brent)



Bron: Bloomberg.

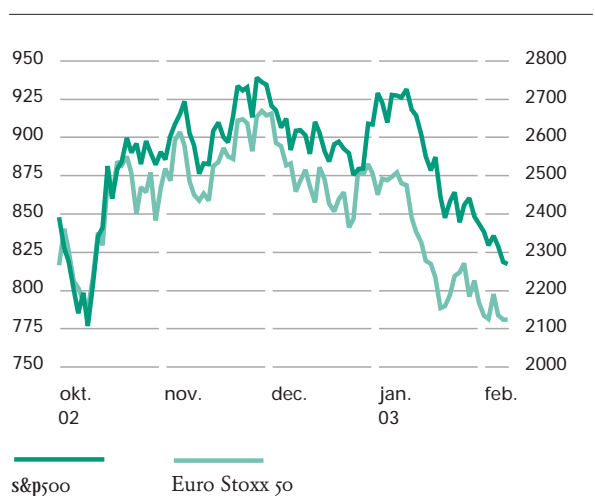


de Amerikaanse markt daalden de rentes minder snel door de zwakke dollar en het toenemende beroep op de obligatiemarkt voor de financiering van het oplopende overheidstekort.

Het sentiment op de aandelenmarkten werd na een sterk herstel in oktober en november, vooral als gevolg van meevallende bedrijfsresultaten in de Verenigde Staten (vs), in de loop van december opnieuw negatief. Naast twijfel over de houdbaarheid van het economische herstel in de vs werd hier het beeld bepaald door de toenemende oorlogsdreiging, de stopzetting van de olieproductie in Venezuela en de daarmee gepaard gaande stijging van de olieprijs. Deze steeg van een tijdelijk dieptepunt in november vorig jaar van 22 dollar per vat naar 32 dollar eind februari (grafiek 2). De onrust op de aandelenmarkten werd in februari versterkt door boekhoudschandalen bij het Nederlandse bedrijf Ahold. Inmiddels zijn de aandelenkoersen in de periode van begin december tot eind februari met 10 tot 30 procent gedaald (grafiek 3). De onzekerheid in de markten blijkt bovendien uit de aanhoudend hoge volatiliteit (grafiek 4). De prijsdalingen in januari lijken te zijn versterkt door zorg over aandelenverkopen door verzekeraars, die zich door de uitholling van hun voorzieningen en eigen vermogen op een zeker moment gedwongen zullen zien de risicograad van hun beleggingssamenstelling te herzien. Het nieuws over verslechterende vermogensposities maakte verzekeraars tot één van slechtst presterende sectoren op de Europese aandelenmarkten (zie ook de paragraaf over levensverzekeraars verderop in dit hoofdstuk). Het feit

### Grafiek 3 Aandelenkoersen

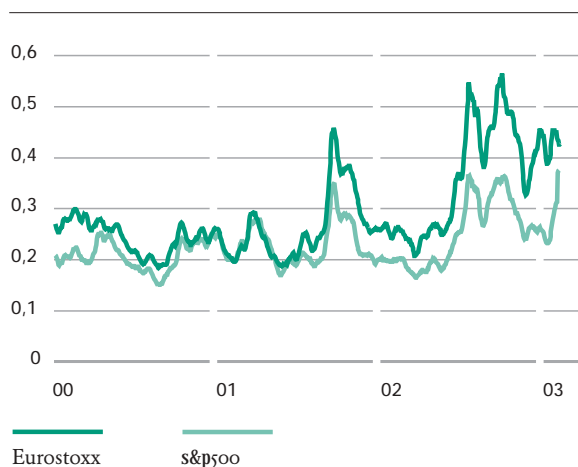
Dagcijfers



Bron: Bloomberg.

### Grafiek 4 Impliciete volatiliteit Eurogebied en vs

Procenten, twintigdaags voortschrijdende cijfers



Bron: Thomson Financial.

dat de Europese beurzen grotere verliezen moesten incasseren dan de Amerikaanse kan deels worden toegeschreven aan de zwakke dollar. Europese beursgenoteerde bedrijven zijn afhankelijker geworden van dollarinkomsten, wat met name sinds de jaren negentig zichtbaar is in de samenhang tussen de euro-dollar koers en het verschil in koersontwikkeling tussen Europese en Amerikaanse aandelen. Daarnaast speelt een rol dat de weging van financiële waarden, die recent hebben ondergepresteerd, in Europese aandelenindices in het algemeen zwaarder is dan in Amerikaanse indices. Teruggerekend naar dezelfde valuta hebben Europese aandelen overigens niet veel slechter geredeneerd dan Amerikaanse aandelen.

De afgelopen maanden is de tot voor kort negatieve correlatie tussen aandelenkoersen en risicopremies op bedrijfsobligaties verdwenen (zie grafiek 5, die is gebaseerd op Amerikaanse cijfers). Terwijl de koersval vorig jaar nog gepaard ging met sterk oplopende risicopremies, bleven deze de afgelopen maanden ondanks de verder gedaalde aandelenkoersen redelijk stabiel. Dit hangt mogelijk samen met het feit dat veel ondernemingen in de vs en Europa, vaak gedwongen door de marktomstandigheden, zijn begonnen met het saneren van hun balansen. Vooral bedrijven met een geringe kredietwaardigheid, die niet langer toegang hadden tot de obligatiemarkt, hebben ingehouden winsten en opbrengsten uit de verkoop van activa gebruikt om schulden af te lossen en daarmee het aandeel van vreemd vermogen in de financieringsstructuur af te bouwen. Dit proces is gunstig voor verschaffers van vreemd vermogen.

**Grafiek 5 Aandelenkoersen en risicopremies**

Dagcijfers vanaf juni 2002



Bron: Bloomberg.

De belangrijkste opkomende economieën in Latijns-Amerika en Oost-Azië laten al enige tijd een uiteenlopende ontwikkeling zien. In Latijns-Amerika blijft de toestand zorgelijk, hoewel er ook enkele lichtpuntjes zijn. Met name voor Brazilië, de grootste economie in de regio, zijn de vooruitzichten verbeterd. De nieuw gekozen regering heeft de twijfels ten aanzien van haar committering aan de buitenlandse schuldverplichtingen weggenomen, waardoor risicopremies op de Braziliaanse obligaties zijn gedaald en de wisselkoers is geapprecieerd. Voor Argentinië zijn er signalen dat een einde komt aan de inmiddels vier jaar durende recessie, hetgeen vooral blijkt uit de groeiversnelling van de industriële productie eind 2002. Het land heeft in januari een nieuwe overeenkomst gesloten met het IMF, die tijdelijk verlichting biedt aan de schuldenlast. Niettemin zijn de vooruitzichten voor duurzaam herstel onzeker, doordat de toegang van Argentinië tot de internationale kapitaalmarkt voorlopig afgesloten blijft en politieke en institutionele belemmeringen het doorvoeren van noodzakelijke macroeconomische aanpassingen bemoeilijken.

Oost-Azië (met uitzondering van Japan) onttrekt zich al enige tijd aan het negatieve beeld van de wereld-economie. Met name de economieën van China en Zuid-Korea zijn de afgelopen jaren snel gegroeid, met de binnenlandse bestedingen als belangrijke drijvende kracht. In Zuid-Korea hebben de autoriteiten zelfs kredietbeperkende maatregelen genomen, teneinde oververhitting van de economie te voorkomen en financiële

risico's van met name gezinnen en banken te reduceren. De vooruitzichten zijn vooralsnog gunstig, maar kunnen worden gedwarsboomd door verschillende externe factoren. Naast de onzekerheden die wereldwijd spelen (zie hieronder), is de dreiging rond Noord-Korea een belangrijke factor voor deze regio.

*Neerwaartse risico's*

Het basisscenario voor de komende periode is een geleidelijk herstel van de belangrijkste economieën, met een licht aantrekkende groei in 2003 en verder herstel in 2004. Dit herstel is niettemin onderhevig aan diverse neerwaartse risico's. Zo zijn de geopolitieke spanningen een belangrijke bron van onzekerheid (zie het hoofdstuk 'Nederland in het eurogebied', elders in dit Kwartaalbericht, voor een analyse van de mogelijke economische gevolgen van een oorlog in het Midden-Oosten). Een andere belangrijke risicofactor is het Amerikaanse lopende-rekeningtekort, dat het afgelopen jaar verder is opgelopen tot recordhoogte. Twijfels over de houdbaarheid van dit tekort zijn recentelijk vergroot, doordat naast de particuliere sector nu ook de Amerikaanse overheid door het toenemende begrotingstekort een belangrijke bijdrage levert aan het nationale spaartekort. Ten aanzien van de financiering van het tekort heeft de afgelopen jaren een opvallende verandering plaatsgevonden in de samenstelling van de kapitaalinstroom. Het afgelopen jaar bestond het leeuwendeel van de kapitaalinstroom uit obligatie-aankopen, terwijl dit in 2000 nog voor het grootste deel directe investeringen en aandelen waren.

Of een correctie van het Amerikaanse lopende-rekeningtekort een probleem is, hangt sterk af van de onderliggende factoren en de snelheid waarmee de aanpassing plaatsvindt. Een geleidelijke reductie van het tekort is op zichzelf wenselijk. Een schoksgewijze correctie kan daarentegen gepaard gaan met een vertrouwenscrisis bij binnen- en buitenlandse investeerders. Hierdoor kunnen de aandelenmarkten en de dollar verder onder druk komen te staan, wat kan leiden tot een versnelde kapitaaluitstroom, minder investeringen, ongunstigere economische groeivoorzichten, verdere correcties op de aandelenmarkten en van de dollar, etc.

Bij de vraag of het tweede, ongunstige scenario zich zal voordoen lijkt een sleutelrol weggelegd voor de Amerikaanse huishoudens. Zij hebben de afgelopen jaren, met het instandhouden van een hoge consumptiegroei die deels door schuldcreatie was gefinancierd, bijgedragen aan het oplopen van het Amerikaanse spaartekort. Terwijl de bedrijvensector de afgelopen twee jaar zijn schuldenlast geleidelijk heeft afgebouwd,

hebben (naast de overheid) Amerikaanse huishoudens zich juist dieper in de schulden gestoken, daarbij geholpen door een lage rente en een forse stijging van de huizenprijzen. De paragraaf 'Financiële positie van huishoudens' gaat hier verder op in.

### Invloed van neerwaartse risico's op het bankwezen in Nederland

In het artikel 'Actuele ontwikkelingen in het Toezicht' elders in dit Kwartaalbericht wordt geconcludeerd dat het bankwezen de verslechtering van de conjunctuur en de beursmalaise goed heeft doorstaan. Ondanks een daling van de winstgevendheid verbeterde de solvabiliteit van het bankwezen en ligt deze met 11,9% ultimo 2002 ruimschoots boven het vereiste minimum percentage van 8%. Dat geldt ook voor de grootbanken, waarvan het bedrijfsresultaat negatief is beïnvloed door onder meer de daling van inkomsten in samenhang met de ontwikkeling op de aandelenmarkten. Uitgaande van het basisscenario van een geleidelijk herstel (zie de vorige paragraaf), zal de winstgevendheid van het bankwezen op termijn niet verder afnemen. Ook de recente verbetering van de kosten-baten ratio van de grootbanken biedt uitzicht op verbetering van de resultaten.

Er is echter op macro-prudentieel vlak een aantal neerwaartse risico's gesignaleerd die ertoe kunnen leiden dat het basisscenario, dat met veel onzekerheid is omgeven, uiteindelijk te optimistisch blijkt. Hierdoor zou de economische ontwikkeling in Europa en de VS kunnen tegenvallen. Zoals reeds aangegeven in de vorige paragraaf, bestaat onzekerheid als gevolg van de geopolitieke spanningen en de risico's van een snelle correctie van het Amerikaanse lopenderekoningtekort. Specifiek voor Europa speelt daarnaast dat de appreciatie van de euro ten koste gaat van de concurrentiepositie. In Nederland kan de daling van de aandelenkoersen relatief sterk doorwerken vanwege het grote belang van institutionele beleggers. Met name pensioenfondsen hebben veel in aandelen belegd, en zien zich in sommige gevallen genoodzaakt hun premies fors te verhogen, met negatieve gevolgen voor het bedrijfsleven.

Deze ontwikkelingen kunnen een verdere daling van het consumentenvertrouwen tot gevolg hebben en de duur en intensiteit van de afzwakkende conjunctuur versterken. Dit kan via tegenvallende winsten van het bedrijfsleven leiden tot meer wanbetalingen en een verslechtering van de kwaliteit van de bankkredietportefeuille. Per saldo kan dit resulteren in stijgende voorzieningen door de banken en daarmee leiden tot een

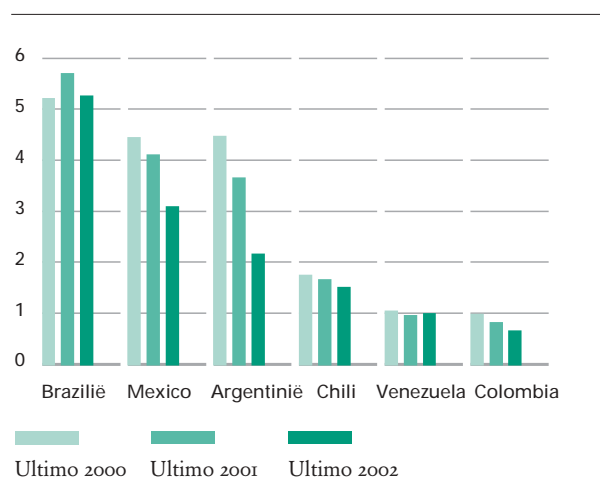
daling van het rendement op eigen vermogen (rev) in vergelijking met het basisscenario.

Tegenover dit alles staat dat de risico's voor het bankwezen van ontwikkelingen in Latijns Amerika, met name in Brazilië, in vergelijking met een half jaar geleden lijken te zijn afgenomen (zie de vorige paragraaf). De uitzettingen op een aantal Latijns-Amerikaanse landen, uitgedrukt als percentage van het toetsingsvermogen, liepen in 2002 terug (grafiek 6). Desondanks blijven de uitzettingen van het Nederlandse bankwezen op met name Brazilië omvangrijk.

Al met al kan worden geconstateerd dat het verwachte herstel van de economie volgens het basisscenario met onzekerheid omgeven is. Een verdere neergang van de economie zal de reeds ingezette daling van de rentabiliteit van het bankwezen in Nederland kunnen versterken. De solvabiliteit van het bankwezen is echter ruim voldoende, waardoor de conclusie gerechtvaardigd lijkt dat het Nederlandse bankwezen in het algemeen over voldoende buffers beschikt om eventuele verliezen door grote schokken op te kunnen vangen. Bovendien spreiden Nederlandse banken, en in het bijzonder de grootbanken, hun activiteiten zowel geografisch als naar sectoren, waardoor zij minder kwetsbaar zijn voor schokken die één bepaald land of sector treffen. Er is dan ook geen reden tot ongerustheid over de soliditeit van banken.

### Grafiek 6 Uitzettingen van het Nederlandse bankwezen op een aantal Latijns-Amerikaanse landen

Percentage van het toetsingsvermogen



Bron: dnb.

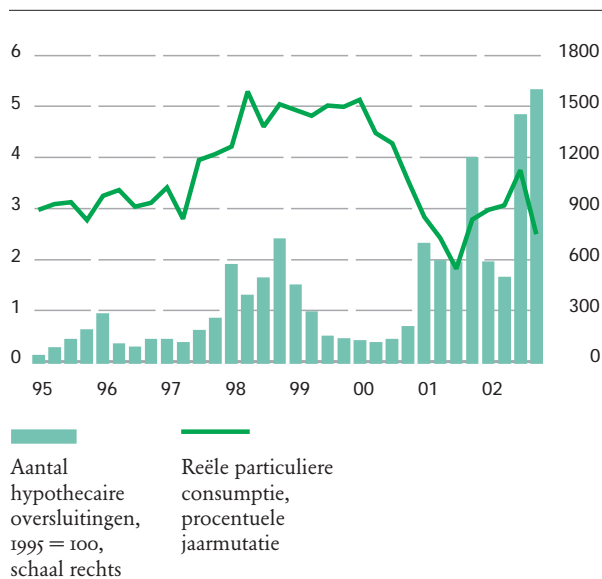
## Financiële positie van huishoudens

De financiële positie van gezinnen is een belangrijke factor in het licht van de huidige economische neergang. Indien de inkomensonzekerheid groter wordt en het consumentenvertrouwen daalt, is men immers geneigd minder te besteden. Vermogens effecten en gunstige kredietvoorwaarden kunnen in een dergelijke situatie tegenwicht bieden, maar kunnen ook de financiële kwetsbaarheid vergroten. De nadruk ligt in deze paragraaf op de vs, gezien het belang van de Amerikaanse consument voor het internationale economische herstel, en Nederland.

### Vermogens effecten en financiële kwetsbaarheid in de vs

De Amerikaanse consument is het afgelopen jaar een belangrijke motor geweest achter het economische herstel. Deze ontwikkeling werd gedreven door de lage rente in combinatie met huizenprijsstijgingen, waardoor de kredietopname in de vorm van tweede hypotheek en oversluitingen werd gestimuleerd (grafiek 7). Zo blijkt uit cijfers van Freddie Mac, één van de grootste hypotheekverstrekkers in de vs, dat ongeveer de helft van de verzilverde overwaarde is gebruikt voor consumptieve bestedingen. De vermogenswinst op de woningmarkt bood daarmee compensatie voor de verliezen op de aandelenbeurs. De positieve invloed van de hypotheek- en woningmarkt op de bestedingen was

**Grafiek 7 Oversluitingen en particuliere consumptie in de vs**



Bron: Mortgage Bankers Association, Thomson Financial.

ook zichtbaar in andere landen, met name het vk, waar de huizenprijzen het afgelopen jaar met 30% stegen.

De stimulerende werking van een lage rente en vermogenswinsten heeft echter ook haar schaduwkanten. Zo raakt de extra leencapaciteit als gevolg van de lage rente op een gegeven moment uitgeput, terwijl ook de versnelling van de huizenprijsstijging niet oneindig kan aanhouden. Hierdoor zal het consumptie-opdrijvende effect na enige tijd wegebben. Voorzover daarbij verzadigingseffecten optreden, kan de daaropvolgende terugval in de bestedingen fors zijn. Inmiddels zijn de eerste tekenen van een afnemende consumptiegroei zichtbaar, met name door het gedaalde consumentenvertrouwen, terwijl ook de huizenmarkt aan het afkoelen is. Het risico bestaat derhalve dat het vermogens effect van de huizenmarkt is uitgewerkt voordat andere vraagcomponenten, met name de investeringen, zich voldoende hebben hersteld.

De snelle kredietexpansie kan ook gevolgen hebben voor de financiële kwetsbaarheid van gezinnen. Zo is de schuldpositie van Amerikaanse huishoudens sinds 1995 gestegen van 68% tot circa 80% van het bbp (tabel 1). Weliswaar staat hier de fors toegenomen waarde van het eigenwoningbezit tegenover, maar deze is vatbaar voor neerwaartse correcties. Een potentieel risico is de mogelijkheid van een rentestijging; zowel de korte als de lange rente is thans immers historisch laag. Bij een hogere rente kunnen huizenprijzen onder druk komen te staan en neemt, voorzover kredieten een korte rentevaste periode hebben, de schuldendienst van gezinnen toe. Vergelijken met bijvoorbeeld Nederland bestaat een relatief hoog percentage van de uitstaande schuld van Amerikaanse gezinnen uit consumptief krediet, waaronder credit card leningen. Anders dan bij ons is het gebruik van credit cards ook wijd verspreid onder gezinnen met lagere inkomens, die doorgaans financieel kwetsbaarder zijn.

De risico's van de toegenomen schuldpositie van Amerikaanse huishoudens worden onderstreept door de

**Tabel 1 Totale bruto schuldpositie gezinnen**

Procenten bbp

	1995	2001
vs	68	79
Nederland	47	96
Eurogebied	42	50
Japan	65	66

Bronnen: bis, ecb, cbs.

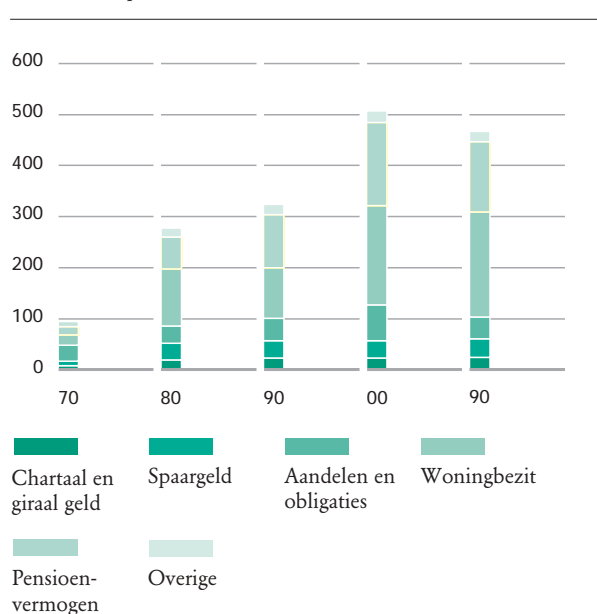
recente stijging van het aantal faillissementsaanvragen door particulieren. Vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit is de vraag relevant bij welke partijen de exposure op Amerikaanse huishoudens neerslaat. Deze exposure is in tegenstelling tot vroeger niet geconcentreerd bij een beperkt aantal financiële instellingen, maar wordt door middel van securitisatie verspreid over een breed scala beleggers. Zo is de Amerikaanse markt voor *Mortgage Backed Securities (mbs)*, gesecuriteerde hypotheekleningen, uitgegroeid tot een omvang van ongeveer *usd* 4 biljoen. Daarmee is naar schatting 70% van de uitstaande hypotheekleningen in de vs gesecuriteerd. Vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit is deze risicospreiding uiteraard te verwelkomen.

#### Nederlandse huishoudens

De gevoeligheid van gezinsbestedingen voor vermogens-effecten is traditioneel sterk in de Angelsaksische landen, maar in toenemende mate ook in Nederland. Uitgedrukt in procenten bbp is het bruto gezinsvermogen de afgelopen drie decennia ongeveer vervijfvoudigd. Dit is grotendeels toe te schrijven aan de waardeverhoging van het pensioenvermogen en het eigenwoningbezit (grafiek 8). Sinds 2000 is het totale gezinsvermogen weer wat gedaald. Als gevolg van de beursmalaise is het aandelenbezit fors in waarde afgenomen, hetgeen ook doorwerkt in het pensioenvermogen. Daarnaast koelt de woningmarkt geleidelijk af, met

#### Grafiek 8 Vermogenspositie Nederlandse gezinnen

Procenten bbp



Bron: cpb.

negatieve consequenties voor de bestedingen. Berekeningen van de Bank laten zien dat de bestedingsimpuls via de verzilvering van overwaarde in 1999 en 2000 heeft gezorgd voor een jaarlijkse toename van het bbp-volume met circa één procentpunt. Toen in 2001 minder oversluitingen plaatsvonden, is dit omgeslagen in een negatieve groeibijdrage van ongeveer een half procentpunt (zie het Kwartaalbericht van juni 2002). Deze scherpe terugval illustreert het tijdelijke karakter van de stimulerende werking van de woningmarkt.

De afgelopen jaren is naast het bruto vermogen ook de totale schuld van Nederlandse gezinnen snel toegenomen (tabel 1). In procenten van het bbp is deze veel hoger dan in de meeste andere landen, met name door de omvang van onze hypotheekschuld (bijna 80% bbp eind 2002). Deze hoge hypotheekschuld roept de vraag op in hoeverre Nederlandse huiseigenaren financieel kwetsbaar zijn. Ervaringen uit het verleden en in andere landen leren dat een sterke huizenprijsdaling, al dan niet in combinatie met een rentestijging en oplopende werkloosheid, gezinnen in de problemen kan brengen. Toch lijken voor de meeste Nederlandse huiseigenaren de risico's beperkt. Dit komt in de eerste plaats doordat, als gevolg van de sterk gestegen woningprijzen, de marktwaarde van de meeste huizen fors hoger ligt dan het hypotheekbedrag dat daar tegenover staat. De netto vermogenspositie zal daarom bij een prijscorrectie niet zo snel negatief worden. Bovendien is het in Nederland gebruikelijk om de hypotheekrente voor langere tijd vast te leggen, waardoor huiseigenaren betrekkelijk ongevoelig zijn voor een rentestijging. Dit is een belangrijk verschil met bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk, waar doorgaans hypotheekleningen worden afgesloten tegen een variabele rente. Berekeningen van de Bank bevestigen dat ook onder vrij extreme scenario's – zoals de combinatie van een fors oplopende werkloosheid, een rentestijging van drie procentpunten, en jaarlijkse prijsdalingen van 10% op de woningmarkt gedurende vier jaren – het leeuwendeel van de Nederlandse huizenbezitters niet in de problemen komt.<sup>1</sup>

Dit gunstige macro-beeld neemt overigens niet weg dat een inzakkende huizenmarkt voor specifieke doelgroepen wel degelijk vervelend uitpakt. Met name jonge starters op de woningmarkt hebben in de regel een relatief hoge hypotheekschuld en geringe financiële buffers, waardoor hun netto vermogenspositie bij een huizenprijsdaling al snel negatief wordt. Dit kan tot problemen leiden indien men noodgedwongen de woning moet verkopen, bijvoorbeeld als gevolg van baanverlies of echtscheiding. Bovendien kan bij prijsdalingen de eigen woning niet meer zo gemakkelijk

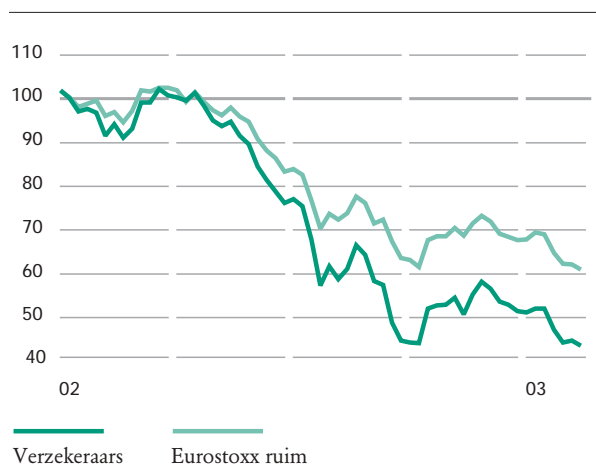
worden gebruikt als buffer om financiële tegenslagen op te vangen. De afgelopen jaren kon men immers gemakkelijk terugvallen op de gestegen onderpandswaarde en deze via oversluitingen of een tweede hypotheek verzilveren. Zo blijkt uit een enquête die vorig jaar in opdracht van de Bank is gehouden dat in de jaren 1996-2001 voor ruim eur 2 miljard aan overwaarde is verzilverd om andere schulden af te lossen. Voor woningbezitters met een inkomen beneden modaal was dit zelfs bij eenderde van de oversluitingen het geval. Deze cijfers illustreren hoe gemakkelijk de eigen woning zorgde voor meer financiële armslag. Als bij dalende huizenprijzen deze bufferfunctie wegvalt, neemt de financiële kwetsbaarheid van gezinnen dus toe.

### Levensverzekeraars

Door tegenvallende beleggingsresultaten wordt het voor sommige Europese levensverzekeraars moeilijker om te voldoen aan de nominale verplichtingen aan hun polishouders. Dit heeft met name betrekking op zogeheten 'non-linked'-producten, die naar schatting circa 70% van de verplichtingen omvatten, en waarbij door de verzekeraar een minimaal rendement wordt gegarandeerd. Dit in tegenstelling tot 'unit linked'-producten, waarbij het beleggingsrisico voor rekening van de polishouder is. De verslechterde positie van de levensverzekeraars blijkt ook uit de aandelenkoersen van deze instellingen, die recentelijk veel sterker zijn gedaald dan de algemene beursindex (zie grafiek 9, voor de totale verzekeringssector).

#### Grafiek 9 Beurskoersen van verzekeraars

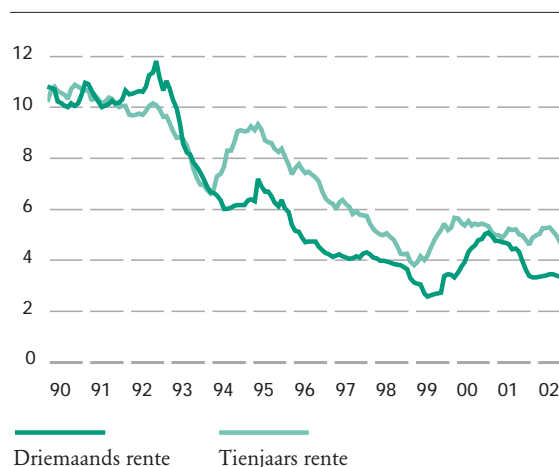
Weekgemiddelden, ultimo 2001 = 100



Bron: Thomson Financial.

De huidige problemen zijn deels terug te voeren tot begin jaren negentig, toen levensverzekeraars polissen afsloten met hoge gegarandeerde rendementen. Dit hangt samen met de indertijd hoge marktrente, in combinatie met de omgekeerde rentestructuur waardoor men sterke concurrentie ondervond van geldmarktfondsen (grafiek 10). Toen in de loop van de jaren negentig de marktrente fors daalde, nam het verschil tussen het rendement op de beleggingsportefeuille en de in de polissen gegarandeerde rendementen af. De lage rente werd daarmee een probleem voor levensverzekeraars. Zij probeerden het rendement van hun portefeuilles op peil te houden door meer in aandelen te beleggen. Als gevolg hiervan is de sector de afgelopen jaren hard getroffen door de beursmalaise. Overigens verschilt de ernst van de situatie van land tot land. Zo hebben met name Britse levensverzekeraars veel belegd in aandelen: in 2001 was dat ruim 40% van de activa die zijn gekoppeld aan 'non-linked'-producten. Ter vergelijking: voor Nederlandse levensverzekeraars bestond in hetzelfde jaar slechts 20% van de totale beleggingen waarop zij risico lopen uit aandelen, waardoor de situatie hier minder zorgelijk is. De Nederlandse levensverzekeringmarkt onderscheidt zich ook op andere punten binnen Europa. Zo is het aandeel van 'unit linked'-producten hier relatief groot, en de afgelopen jaren verder toegenomen, waardoor minder beleggingsrisico voor rekening van de verzekeraar komt. Voorts is opvallend dat Nederlandse verzekeraars veel beleggen voor rekening van pensioenfondsen. Ongeveer eenderde van de totale jaarlijkse premies bestaat uit dergelijke mandaten. Tot slot is een belangrijk deel van de Nederlandse levensverzekeringen gerelateerd aan de

#### Grafiek 10 Rente-ontwikkeling eurogebied



Bron: Thomson Financial.

hypotheekmarkt, in de vorm van spaar- en beleggings-hypotheken, waarvan een aanzienlijk deel bestaat uit unit-linked producten. Mede door deze factoren beschikken de Nederlandse levensverzekeraars, naar het zich laat aanzien, bij de huidige stand van de aandelenmarkten (slotstand 7 maart) over voldoende solvabiliteitsmarges.

Naast tegenvallende beleggingsresultaten is de ongunstige situatie bij levensverzekeraars toe te schrijven aan enkele kenmerken van de polissen zelf. De nominale verplichting bij 'non-linked'-producten beperkt zich namelijk niet tot de minimale rentebijbeschrijving. Zo zijn veelal winstdelingsclausules opgenomen, die polishouders recht geven op een deel van het extra beleggingsrendement dat de verzekeraar behaalt boven het gegarandeerde bedrag. Dit beperkt voor de verzekeraar de mogelijkheid om in goede jaren een buffer op te bouwen voor tegenvallende resultaten in slechte jaren. Voorts is in sommige contracten een aantal opties opgenomen voor de polishouder. Een veel voorkomende optie is het recht om op de einddatum de opgebouwde waarde om te zetten in een vaste jaarlijkse uitkering voor de rest van het leven (een gegarandeerde annuïteit). De voorwaarden voor deze uitkering zijn reeds vastgelegd bij afsluiting van de polis. Polishouders maken hier vooral gebruik van als de gegarandeerde uitkering relatief hoog is in vergelijking met de marktrente, hetgeen ongunstig kan uitpakken voor de verzekeraar. Daar komt bij dat de gemiddelde levensverwachting door de jaren heen is toegenomen, waardoor de looptijd van deze annuïteiten is verlengd. Een andere gangbare optie is het recht om het contract voortijdig af te kopen, al dan niet met betaling van een boete. Dit kan voor de polishouder vooral bij een stijgende marktrente aantrekkelijk zijn. Voor de verzekeraar is dit echter meestal nadelig, aangezien dan een deel van de vastrentende portefeuille moet worden geliquideerd op een ongunstig moment (een hoge marktrente betekent immers lage obligatiekoersen). Overigens zijn de boeteclausules of kostendoorberekeningen in de meeste landen prohibitief hoog.

De situatie bij Europese levensverzekeraars is op zichzelf niet nieuw. Begin jaren tachtig deed zich een vergelijkbare ontwikkeling voor in de vs, waarbij verzekeraars eveneens polissen afsloten met hoge rendementsgaranties terwijl de marktrente in de daarop volgende jaren fors daalde. Ook toen probeerde men het rendement van de portefeuille te verhogen door middel van risicovollere beleggingen, met name obligaties met een geringere kredietwaardigheid en aandelen. Toen tijdens de recessie van begin jaren negentig hierop forse

verliezen werden geleden, kwamen veel levensverzekeraars in de problemen en gingen uiteindelijk enkele tientallen instellingen failliet. Recenter zijn ook Japanse levensverzekeraars in de problemen gekomen door langdurig tegenvallende beleggingsresultaten. Hierdoor is het steeds moeilijker geworden om aan in het verleden aangegane verplichtingen te voldoen. Dat heeft inmiddels geleid tot enkele faillissementen van Japanse instellingen.

De afnemende marge tussen portefeuillerendement en gegarandeerd rendement heeft de noodzaak voor het afdekken van deze garanties vergroot, omdat bij een daling van de rentes tot onder de garantieniveaus de solvabiliteit van de verzekeraars in gevaar kan komen. In een aantal landen is dit al ter hand genomen, waarbij een wijziging van de regelgeving in de richting van waardering op marktwaarde van zowel activa als passiva als katalysator heeft gewerkt. Zo zijn Britse levensverzekeraars sinds 1997 bezig het risico op gegarandeerde annuïteiten af te dekken door middel van het kopen van langlopende call-opties op lange renteproducten. Ook Deense verzekeraars en pensioenfondsen zijn er in het najaar van 2001 massaal toe overgegaan het gegarandeerde beleggingsrendement zeker te stellen door middel van de aankoop van call-opties. De optietransacties zijn, vanwege de relatief geringe omvang van de rentemarkt in Deense kronen, voornamelijk in de euromarkt uitgevoerd en leidden tot het tijdelijk oplopen van door optieprijzen geïmpliceerde rentevolatiliteit. Ook lijken de transacties te hebben bijgedragen aan een verdere daling van de lange rente. Overigens zij opgemerkt dat niet al het renterisico met opties behoeft te worden afgedekt. Een deel wordt reeds afgedekt door producten op de balans van de verzekeraar met een tegengestelde structuur. Bij Nederlandse verzekeraars is reeds enige jaren meer aandacht voor een juiste waardering van de optionaliteit in verzekeringspolissen.

Hoewel de situatie in Europa sterk van land tot land verschilt, valt niet uit te sluiten dat de toegenomen aandacht voor de onderlinge afstemming van activa en passiva op de balans meer verzekeraars er in de toekomst toe brengt aan polishouders afgegeven garanties op de kapitaalmarkt af te dekken. Dit zou leiden tot extra vraag naar lange-renteproducten. Gezien de grote omvang van de verplichtingen van verzekeraars van naar schatting eur 1500 miljard (uitsluitend uit hoofde van non-linked producten) zou dit een aanzienlijke neerwaartse druk op het lange eind van de rentecurve kunnen geven.

Wat zijn de gevolgen voor financiële stabiliteit? De ontwikkelingen in de vs en Japan laten zien dat pro-

blemen bij levensverzekeraars kunnen leiden tot faillissementen binnen de sector. In dat geval slaan de risico's in eerste instantie neer bij de aandeelhouders en verschaffers van vreemd vermogen. Voorts is van belang in hoeverre de problemen bij verzekeraars zich kunnen voortplanten naar andere delen van het financiële systeem, in het bijzonder het bankwezen. Dit is een relevante factor voor Japan, waar verzekeraars en banken onderling sterk verweven zijn. Ook in sommige Europese landen bestaan nauwe banden tussen beide typen instellingen, met name binnen financiële conglomeraten. Zo zag de Zwitserse bank Credit Suisse zich in oktober 2002 genoodzaakt haar verzekeraar Winterthur een kapitaalinjectie te geven van ruim een miljard euro. Tot slot kan worden opgemerkt dat de thans in veel landen voorgeschreven boekhoudmethoden in het algemeen zijn gebaseerd op voorzichtige waarderingsgrondslagen. Zo wordt bij de waardering van de activa vaak uitgegaan van de laagste waarde van historische kostprijs en marktwaarde, terwijl verdiscontering van toekomstige polisverplichtingen geschiedt op basis van een relatief lage rekenrente. Bij een waardering op marktwaarde, die in toenemende mate wordt toegepast, zou de solvabiliteit van veel Europese levensverzekeraars gunstiger uitpakken dan nu het geval is.

1 De verhouding tussen hypotheekschuld en de waarde van de woning lag in 2002 voor driekwart van de huiseigenaren onder de 70%. Zie M. van Rooij, 'Financiële kwetsbaarheid van hypotheekgevers en -nemers', Onderzoeksrapport wo, nr. 706, 2002, De Nederlandsche Bank, te downloaden via [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).



# Artikelen



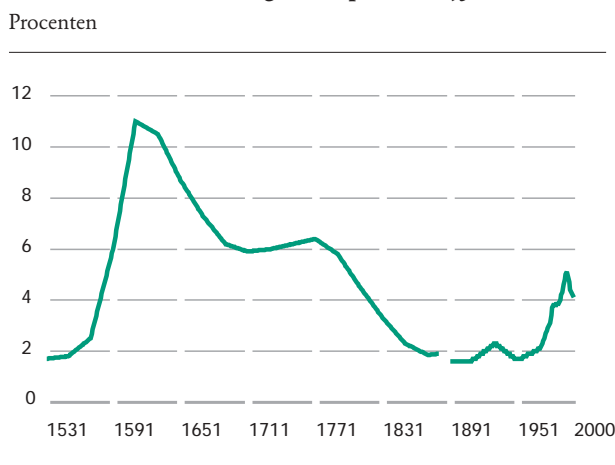
# Immigratie vanuit historisch en economisch perspectief

*In Nederland en een aantal andere EU-landen staat het immigratievraagstuk prominent op de beleidsagenda. Zo is op de EU-top van Sevilla (juni 2002) gesproken over de vraag hoe moet worden omgegaan met de stroom illegale vluchtelingen en asielzoekers. Aan de andere kant zijn in Europa ook geluiden hoorbaar om immigratie te bevorderen. De Europese Commissie pleit met het oog op de te verwachten vergrijzing bijvoorbeeld voor een Europees immigratiebeleid. Zij stelt voor om arbeidsmigranten van buiten de EU toe te laten en een partnership met de herkomstlanden aan te gaan. Deze recente ontwikkelingen roepen de vraag op wat nu eigenlijk de historische en economische context is van immigratie. Dit artikel gaat in op de geschiedenis van immigratie in Nederland, de grote migratiestromen van de Oude naar de Nieuwe Wereld voor de Eerste Wereldoorlog (55 miljoen Europeanen emigreren in de periode 1850-1913) en de huidige migratiestromen. Daarna is er aandacht voor de economische betekenis en risico's van immigratie. Tot slot komt de mogelijke bijdrage die immigratie kan leveren aan het opvangen van de vergrijzingsproblemen aan de orde. Daarmee krijgen vrijwel alle EU-landen te maken in de komende 50 jaar. Arbeidsmigratie moet niet worden buiten gesloten als bijdrage aan de 'oplossing' voor de vergrijzingsproblemen.*

## Migratie in Nederland (vanaf 1500)

Migratie is iets van alle tijden. Vanaf de prehistorie tot en met de vroege middeleeuwen vinden talrijke volksverhuizingen plaats. Uit de periode 1100-1500 zijn diverse migrantengroepen bekend. Zo komen er kooplui uit verschillende landen, bijvoorbeeld de Noord-Italiaanse Lombarden, maar ook Balten, Dravanten uit het Oosten en zigeuners. De grote migratiestromen komen echter pas op gang in de periode na 1500 en in het bijzonder in de gouden eeuw. Als we kijken naar het aantal vreemdelingen in verhouding tot de totale bevolking in Nederland, is immigratie in de gehele zeventiende en achttiende eeuw een belangrijker fenomeen dan in de periode na de Tweede Wereldoorlog. Grafiek 1 geeft het aandeel van de immigranten in Nederland weer in de periode 1531-2000. De piek is in 1620, mede als gevolg van de aanzuigende werking van de bloeiende economie. Volgens een ruwe schatting is in dit jaar het percentage vreemdelingen in Nederland ruim twee keer zo groot als in 2002. Opvallend is dat immigratie samenhangt met relatieve rijkdom. In de achttiende, maar vooral in de negentiende eeuw, blijken stagnatie en achteruitgang in welvaart te leiden tot een relatief kleiner aantal immigranten. In 1870 wordt het dieptepunt bereikt in de aanwezigheid van het aantal buitenlanders in Nederland, met ongeveer 1% geregistreerde vreemdelingen.

**Grafiek 1 Aandeel vreemdelingen in de totale Nederlandse bevolking in de periode 1531-2000**



Toelichting: Omdat het hier voor een groot deel om historische gegevens gaat, zitten er wat haken en ogen aan de cijfers. Voor de periode tot 1850 zijn schattingen van het percentage in het buitenland geboren inwoners genomen. De cijfers van 1850 tot 1889 betreffen het percentage in het buitenland geboren inwoners. De periode van 1889 tot 2000 betreft het percentage inwoners dat niet de Nederlandse nationaliteit heeft.  
Bron: Lucassen en Penninx (1994) en cbs.

Er kan globaal een onderscheid worden gemaakt tussen drie categorieën migranten. De eerste categorie bestaat voornamelijk uit vluchtelingen. Zo vluchten aan het eind van de zestiende eeuw grote aantallen Zuid-Nederlanders (met name Vlamingen uit het gebied tussen Lille en Gent) naar de Republiek der Zeven Provinciën als gevolg van de herovering van het zuidelijk deel van de Nederlanden door Filips II. Volgens schattingen bestaat omstreeks 1600 ongeveer 7% van de bevolking in de Republiek uit Zuid-Nederlanders. Overigens bestaan er in die tijd grote verschillen tussen de Noord- en Zuid-Nederlanders. De dialecten zijn erg verschillend en bovendien spreken veel Zuid-Nederlanders uitsluitend Frans. De migratie van die groep heeft een positief effect op de economie van de Republiek. De textielnijverheid in Leiden bloeit op door de komst van veel textielarbeiders. Verder emigreren ook ondernemers naar de Republiek. Bij de oprichting van de VOC in 1602 is meer dan een derde van het ingelegde kapitaal afkomstig van immigranten uit Zuid-Nederland. Bijna een eeuw later volgt een tweede stroom vluchtelingen, de protestantse Hugenoten wier rechten in Frankrijk door de katholieke koning niet meer worden erkend. Zij vormen ongeveer 3% van de bevolking in de Republiek. Ook zij worden met open armen ontvangen en dragen in belangrijke mate bij aan de economie en het culturele leven van de Republiek. Naast de protestanten komt ook een relatief groot aantal joodse vluchtelingen naar de Republiek (ongeveer 1,5% van de bevolking). Na een relatief rustige periode in de negentiende eeuw, volgen in de twintigste eeuw twee grote migratiestromen: de Indonesiërs (273.000 in de periode 1945-1975) en de Surinamers (237.000 in de periode 1973-1990).<sup>1</sup>

De tweede categorie migranten bestaat uit zogeheten trekarbeiders, die seizoensarbeid verrichten. Vanaf de zeventiende eeuw tot laat in de negentiende eeuw trekken jaarlijks tienduizenden arbeiders vanuit Duitsland en België naar de kustprovincies van Nederland voor werk in de landbouw of helpen zij mee aan infrastructurele projecten, bijvoorbeeld het aanleggen van dijken en kanalen. Ook de Haarlemse blekerijen, de Groningse steenbakkerijen en de houtvlotterij op de grote rivieren zijn geheel of gedeeltelijk van trekarbeiders afhankelijk. Na 1870 neemt het belang van trekarbeiders af. Door de opkomende industrialisatie vinden veel trekarbeiders permanent werk in de regio's van herkomst (bijvoorbeeld het Duitse Ruhrgebied).

De derde categorie betreft de arbeidsmigrantten. Ten tijde van de Republiek vormen zij een belangrijk deel

van het arbeidsaanbod. Zo komen bijvoorbeeld veel buitenlandse soldaten en matrozen naar Nederland. De dienstplicht is hier nog niet ingesteld en het leger en de marine bestaan vooral uit 'huurlingen'. Veel Nederlanders willen niet in deze sector werken, omdat de lonen en arbeidsomstandigheden erg slecht zijn. Ook de VOC trekt veel buitenlandse werknemers aan voor de reizen naar het Oosten. In de negentiende eeuw neemt het belang van arbeidsmigratie af. In de twintigste eeuw tenslotte zijn er twee golven van arbeidsmigratie te onderkennen: de Duitse dienstmeisjes vlak na de Eerste Wereldoorlog en de gastarbeiders in de jaren zeventig (55.000 uit Turkije en Marokko).

### Migratie van de Oude naar de Nieuwe Wereld (1850-1913)

De grootste intercontinentale migratiestromen in de geschiedenis vinden plaats tussen de zogeheten Oude en Nieuwe Wereld in de periode 1850-1913. In deze periode vertrekken in totaal zo'n 55 miljoen Europeanen naar verre bestemmingen als Australië, Canada, de Verenigde Staten (vs), Argentinië, Brazilië en Cuba. De vs ontvangen de meeste migranten (60%), gevolgd

door Argentinië en Brazilië in met name de jaren na 1880, en Canada in de periode na 1900. Een kleine stroom Britse migranten gaat richting Australië, Nieuw-Zeeland en Zuid-Afrika. Tabel 1 geeft aan uit welke landen de immigranten komen. Daaruit blijkt dat aantallen van 50 emigranten per 1000 inwoners in de tweede helft van de negentiende eeuw heel gebruikelijk zijn voor Groot-Britannië, Ierland en Noorwegen. Italië, Portugal en Spanje halen vergelijkbare aantallen aan het einde van de negentiende en begin van de twintigste eeuw. Ter vergelijking, een emigratieverhouding van 10 per 1000 inwoners is hoog in het licht van de huidige migratiestromen. De cijfers in tabel 1 houden geen rekening met eventuele terugkeermigratie. Hoewel er aanvankelijk weinig terugkeermigratie plaatsvindt, met name vanwege de hoge reiskosten, verandert dit aan het einde van de negentiende eeuw. De kosten voor internationale reizen dalen aanzienlijk, waardoor een vrij grote stroom immigranten kan terugkeren naar het land van herkomst. Zo keert in de periode 1890-1914 ongeveer 30% van de migranten in de vs terug naar het land van herkomst. Er zijn wel grote verschillen tussen de verschillende nationaliteiten: van de geëmigreerde Italianen en Spanjaarden gaat ongeveer 50% terug, terwijl voor de Scandinaviërs, Ieren en Russen dit percentage

**Tabel 1 Europese emigratieverhoudingen per decennium**

Per duizend inwoners

Land	1851-1860	1861-1870	1871-1880	1881-1890	1891-1900	1901-1910
Oostenrijk-Hongarije	-	-	2,9	10,6	16,1	47,6
België	-	-	-	8,6	3,5	6,1
Groot Britannië	58,0	51,8	50,4	70,2	43,8	65,3
Denemarken	-	-	20,6	39,4	22,3	28,2
Frankrijk	1,1	1,2	1,5	3,1	1,3	1,4
Duitsland	-	-	14,7	28,7	10,1	4,5
Ierland	-	-	66,1	141,7	88,5	69,8
Nederland	5,0	5,9	4,6	12,3	5,0	5,1
Noorwegen	24,2	57,6	47,3	95,2	44,9	83,3
Zweden	4,6	30,5	23,5	70,1	41,2	42,0
Zwitserland	-	-	13,0	32,0	14,1	13,9
Finland	-	-	-	13,2	23,2	54,5
Italië	-	-	10,5	33,6	50,2	107,7
Portugal	-	19,0	28,9	38,0	50,8	56,9
Spanje	-	-	-	36,2	43,8	56,6

Toelichting: Deze cijfers zijn inclusief emigratie binnen Europa en exclusief terugkeermigratie. De emigratie binnen Europa was voor een aantal landen vrij omvangrijk. Zo ging bijvoorbeeld het grootste deel van emigrerende Belgen naar Frankrijk of Nederland. Meer dan de helft van de Italianen

vertrok na 1880 naar Europese bestemmingen, met name Frankrijk en Duitsland. Ook tussen de Nieuwe Wereld landen onderling vond een omvangrijke migratie plaats, met name tussen Canada en de vs. Bron: Hatton & Williamson (1998).

ongeveer 5% is. In tabel 2 staan de immigratieverhoudingen vermeld van de belangrijkste immigratielanden in de Nieuwe Wereld. Over het algemeen zijn deze hoger dan die voor de herkomstlanden. Dit hangt samen met het feit dat de bevolking in veel Nieuwe Wereld landen kleiner is dan de bevolking in veel herkomstlanden. Bijna alle immigratielanden hebben in de periode 1850-1913 immigratieverhoudingen van ruim boven de 50, met uitzondering van Brazilië. Verder valt op dat met name in de periode 1901-1910 in vrijwel alle Nieuwe Wereld landen de immigratieverhoudingen zeer sterk stijgen.

De samenstelling van de migrantenstroom naar de Nieuwe Wereld blijkt economisch gezien gunstig te zijn. De migranten zijn voornamelijk jonge volwassenen. Van de mensen die in de periode 1868-1910 naar de vs emigreren valt 76% in de leeftijdscategorie 15-40 jaar. Ter illustratie: van de autochtone Amerikanen valt slechts 42% in deze categorie. Emigranten brengen dus in het algemeen potentieel hoge participatieverhoudingen (dat deel van de bevolking dat arbeid verricht) met zich. Verder zijn emigranten van het mannelijke geslacht in de meerderheid (met uitzondering van de Ierse migranten). In de vs is bijvoorbeeld 64% van de immigranten in de periode 1851-1910 van het mannelijke geslacht, en voor Spanje en Italië is dat aandeel zelfs meer dan driekwart. Daarnaast zijn veel emigranten vrijgezel en komen zij alleen. Het aantal families met kinderen dat emigreert, is relatief beperkt. Tot slot blijkt dat migranten die naar de Nieuwe wereld vertrekken over het algemeen laagopgeleid zijn, maar dat het verschil in menselijk kapitaal tussen migranten en autochtonen relatief klein is. Met andere woorden: migranten doen wat hun productiviteit betreft gemiddeld niet onder voor autochtone werknemers.

## De huidige migratiestromen

Hoewel de huidige migratiestromen kleiner zijn dan in de periode voor de Eerste Wereldoorlog, speelt migratie nog altijd een belangrijke rol. Grafiek 2 geeft de ontwikkeling van het totale migratiesaldo (verschil tussen emigratie en immigratie) weer van de eu, de vs en Japan voor de periode 1960-2000.<sup>2</sup> Opvallend is dat het migratiesaldo in Europa meer fluctueert dan in de vs of Japan. Met name in de jaren tachtig neemt het saldo sterk toe met als piek de periode 1992-1993, hetgeen voor een groot deel kan worden toegeschreven aan de val van het 'ijzeren gordijn' en een aantal etnische conflicten (onder andere in voormalig Joegoslavië, Somalië, Sri Lanka). Vanaf 1998 stijgt het migratiesaldo in Europa weer en de oeso verwacht dat de toekomstige uitbreiding van de eu deze opwaartse trend zal bestendigen. In de vs is het migratiesaldo vanaf het midden van de jaren zeventig geleidelijk gestegen en lijkt het zich vanaf het midden van de jaren negentig te stabiliseren. In Japan is de netto migratie traditioneel zeer klein en stabiel.

De ontwikkeling van de netto migratie in Nederland komt overeen met die van de eu als geheel. Grafiek 3 toont het migratiesaldo in Nederland in de periode 1980-1999, uitgesplitst naar een aantal herkomstlanden.<sup>3</sup> Globaal gezien verloopt de ontwikkeling in die periode in Nederland hetzelfde als van het Europese gemiddelde, met uitzondering van de periode 1995-1998 waarin het saldo in Nederland iets toeneemt, terwijl het Europese gemiddelde daalt. Verder valt op dat het aantal immigranten uit de eu-landen sinds de jaren negentig vrij stabiel is, terwijl het aantal immigranten uit Turkije, Marokko en Suriname afneemt. De immigratie uit overige niet-eu-landen neemt sinds het midden van de jaren tachtig aanzienlijk toe. Dit weerspiegelt het toegenomen aantal asielzoekers. In 1998 bestaat 21% van het totale aantal immigranten in Nederland uit asiel-

**Tabel 2** Immigratieverhoudingen in de Nieuwe Wereld per decennium

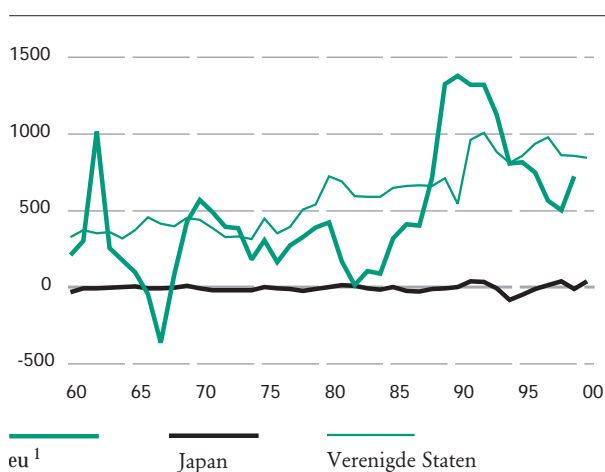
Per duizend inwoners

Land	1851-1860	1861-1870	1871-1880	1881-1890	1891-1900	1901-1910
Canada	99,2	83,2	54,8	78,4	48,8	167,6
vs	92,8	64,9	54,6	85,8	53,0	102,0
Cuba	-	-	-	-	-	118,4
Argentinië	38,5	99,1	117,0	221,7	163,9	291,8
Brazilië	-	-	20,4	41,1	72,3	33,8

Bron: Hatton & Williamson (1998).

## Grafiek 2 Saldo migratie in belangrijke oeso-gebieden

Aantal x 1.000 personen



Toelichting: eu bevat over de gehele periode alle landen van de eu.

<sup>1</sup> eu: tot en met 1999.

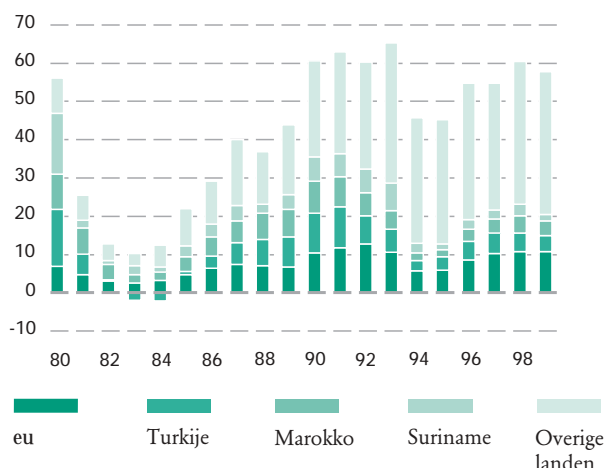
Bron: oeso.

migranten. De overigen in dat jaar waren volmigranten (46%), arbeidsmigranten (19%) en studenten (14%).

In veel oeso-landen is de stijging van het migratiesaldo toe te schrijven aan gezinshereniging. Met name in traditionele immigratielanden zoals de vs, Frankrijk en Canada is dit het geval. In Frankrijk, bijvoorbeeld, kan 75% van de immigratie in 1999 worden toegeschre-

## Grafiek 3 Saldo migratie in Nederland naar herkomst

Aantal x 1.000 personen



Toelichting: Deze cijfers zijn exclusief het migratiesaldo voor de Nederlandse Antillen en Aruba.

Bron: cbs.

ven aan gezinshereniging. Vanaf 1997 neemt door een aantal regionale conflicten het aantal asielzoekers in veel oeso-landen sterk toe. In 2000 ontvangen, in absolute aantallen gemeten, het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en de vs de meeste asielzoekers. Als we kijken naar de instroom van asielzoekers in verhouding tot het totale aantal immigranten in een land, scoren Nederland, Ierland, Noorwegen en Hongarije hoog met ieder ruim 6%. Ter vergelijking, voor de vs bedraagt dit percentage 0,2%. Tot slot blijkt dat het totale aantal immigranten in verhouding tot de totale bevolking met name hoog is in Australië (23,6%), Canada (17,4%) en de vs (10,3%).<sup>4</sup> Voor de eu-landen ligt het overeenkomstige cijfer overall beneden 10% (Nederland 4,1%, Duitsland 8,9%, Frankrijk 6,3%, Italië 2,2%) en in Japan bedraagt het 1,2%. Ook het belang van tijdelijke arbeidsimmigratie, met name in de ict-sector, is aan het eind van de jaren negentig toegenomen. In Nederland is bijvoorbeeld in de periode 1997-2000 het aantal tijdelijke arbeidsmigranten van buiten de eu meer dan verdubbeld (van 11.000 in 1997 naar 28.000 in 2000). Meestal gaat het hierbij om een periode van minder dan drie maanden. Daarnaast is in een aantal landen ook de immigratie van ongeschoolde werknemers toegenomen. Met name in Zuid-Europa en de vs is dit het geval voor sectoren als de landbouw en de bouw. Verder vindt er steeds meer tijdelijke mobiliteit plaats tussen landen van hooggeschoolde werknemers uit multinationale ondernemingen. Al met al is het waarschijnlijk dat de huidige trends in met name volmigratie en tijdelijke arbeidsmigratie zich voortzetten in de toekomst.

## De economische betekenis van immigratie

De vraag is interessant op welke wijze migranten precies kunnen bijdragen aan de economie. Er kan een onderscheid worden gemaakt tussen verschillende kanalen. Ten eerste dragen migranten direct bij aan de groei van het arbeidsaanbod. Migrant die bijvoorbeeld naar de Nieuwe Wereld vertrokken in de periode 1850-1913 hebben op deze wijze substantieel bijgedragen aan de groei van de economie in de Nieuwe Wereld. Of een toename van het arbeidsaanbod als gevolg van migratie in het algemeen ook leidt tot een hogere groei van de welvaart per hoofd van de bevolking, hangt onder meer af van de participatiegraad van de migranten in verhouding tot die van de autochtonen. Als de participatiegraad van migranten hoger is dan die van autochtonen, kan het effect positief zijn (zie verderop). Ten tweede kan migratie een bijdrage leveren aan het verhelpen van

onevenwichtigheden op de arbeidsmarkt. Voor de vs zijn er bijvoorbeeld aanwijzingen dat migranten zich met name vestigen in regio's waar de werkloosheid laag is en waar de lonen hoog zijn. Voor de eu zijn er aanwijzingen dat immigranten gemiddeld genomen mobieler zijn dan autochtonen. Dit fenomeen wordt wel aangeduid als 'greasing the wheels of the labour market'. Voor de eu zou dit mechanisme nog wel eens belangrijker kunnen zijn dan voor de vs, omdat de mobiliteit van arbeid binnen Europa traditioneel laag is. Ten derde zou immigratie een bijdrage kunnen leveren aan het kennispotentieel van de eu. Het gaat hier dan om hoogopgeleide migranten die bijvoorbeeld werkzaam zijn in de ict-sector of onderzoek doen aan universiteiten. De vs hebben de afgelopen 10 jaar veel van dit type migranten weten aan te trekken. Ter illustratie: in de vs bestaat de ict-beroepsbevolking voor 17% uit immigranten. Het is niet onwaarschijnlijk dat migratie heeft bijgedragen aan het innovatieve vermogen van de Amerikaanse economie. Ten vierde kan migratie een bijdrage leveren aan een gematigde loonontwikkeling. Dit mechanisme speelt een rol in een goed werkende arbeidsmarkt waarin migranten bereid zijn te werken tegen een relatief laag loon. In tijden van economische groei (en arbeidsmarktcrisp) kan migratie ervoor zorgen dat de opwaartse druk op de lonen niet te groot wordt. Er zijn bijvoorbeeld indicaties dat in de vs dit mechanisme een rol heeft gespeeld in de afgelopen 10 jaar. Ter illustratie: in de periode 1990-2000 komen bijna 10 miljoen migranten naar de vs. Dat is ongeveer een derde van de totale bevolkingstoename in die periode. Een groot deel van deze migranten is afkomstig uit Latijns-Amerika en werkzaam in arbeidsintensieve sectoren, zoals de schoonmaakbranche, de bouw of de horeca. Overigens moet wel worden opgemerkt dat bepaalde groepen in de vs niet hebben geprofiteerd van immigratie. Met name laagopgeleide Amerikanen krijgen als gevolg van immigratie te maken met meer concurrentie op de arbeidsmarkt en moeten daardoor loon inleveren. Tot slot zou immigratie een bijdrage kunnen leveren aan de overheidsfinanciën. Immigrantengroepen hebben als groep over het algemeen een relatief gunstige leeftijdsopbouw. Indien migranten werkzaam zijn, zullen zij doorgaans nettobetalers voor de pensioenvoorzieningen zijn. Concluderend, immigratie kan via verschillende kanalen een bijdrage leveren aan de economie. Dit is met name geïllustreerd aan de hand van de Amerikaanse economie. Hieruit volgt echter niet dat Europa ook zonder meer van immigratie kan profiteren. Er bestaan namelijk belangrijke verschillen tussen Europa en de vs. Deze verschillen betreffen niet

alleen de migranten zelf, maar ook de instituties waarmee zij te maken hebben. Op deze verschillen gaat de volgende paragraaf verder in.

### **De risico's van immigratie**

Immigratie gaat ook gepaard met risico's, en die moeten niet worden onderschat. Het grootste risico van arbeidsmigratie voor Europa lijkt op dit vlak de inactiviteit. Opvallend is dat op dit moment in de meeste Europese landen de werkloosheid onder immigranten aanmerkelijk hoger is dan onder autochtonen. Tabel 3 toont voor een aantal oeso-landen de werkloosheidscijfers voor immigranten en autochtonen, opgesplitst naar sekse. De werkloosheid onder allochtone mannen is in veel eu-landen bijvoorbeeld anderhalf tot drie keer zo hoog als onder autochtone mannen. Nederland is hierbij eu-koploper met drie en halve keer zoveel mannelijke allochtone werklozen. Het beeld voor allochtone vrouwen in de eu komt globaal gezien overeen met dat van mannen, alhoewel de verschillen in werkloosheid tussen allochtone en autochtone vrouwen over het algemeen iets kleiner zijn. Dit beeld van de arbeidsmarkt in Europa staat in contrast met het beeld van Angelsaksische landen als de vs, Canada, en Australië. Het aantal immigranten dat naar de eu kwam in de afgelopen 10 jaar is ongeveer gelijk aan het aantal voor de vs (bijna 10 miljoen). Desalniettemin is het verschil in werkloosheid tussen immigranten en autochtonen in deze Angelsaksische landen veel kleiner dan in de Europese landen. In de vs en Australië is bijvoorbeeld de werkloosheid onder mannelijke immigranten praktisch gelijk aan die van autochtone mannen. In Canada is de werkloosheid onder mannelijke immigranten zelfs lager dan onder autochtone mannen.

Het is niet eenvoudig om voor deze verschillen in werkloosheid tussen Europa en de genoemde Angelsaksische landen één oorzaak aan te wijzen. Waarschijnlijk spelen tal van factoren een rol, zoals het opleidingsniveau van migranten, hun kennis van de taal van het gastland, motivatie, verblijfsduur, de aanwezigheid van migrantennetwerken en discriminatie. Op het gebied van het opleidingsniveau van migranten zijn er bijvoorbeeld belangrijke verschillen tussen de vs en Europa. Zo is het aandeel van migranten die geen of slechts een zeer geringe mate van scholing hebben gehad, in een aantal eu-landen aanzienlijk hoger dan in de vs.<sup>5</sup> Naast de zojuist genoemde factoren, die voornamelijk betrekking hebben op de achtergrond van migranten, speelt waarschijnlijk ook een rol dat in veel



**Tabel 3 Werkloosheidpercentages in een aantal oeso-landen**

Gemiddeld over 1999-2000

Land	Mannen		Vrouwen	
	Autochtonen	Immigranten	Autochtonen	Immigranten
Oostenrijk	4,3	8,3	4,2	9,2
België	5,3	16,6	8,5	20,1
Denemarken	4,0	13,0	5,4	8,5
Duitsland	7,3	14,9	8,4	13,2
Frankrijk	8,7	19,7	12,5	25,7
Italië	8,6	5,3	15,5	16,9
Nederland	2,2	7,7	3,9	10,5
Spanje	10,3	13,2	21,7	17,7
Verenigd Koninkrijk	6,3	10,9	4,9	8,3
Australië	6,6	6,4	5,6	6,7
Canada	10,3	9,9	9,5	11,6
vs	4,4	4,5	4,2	5,5

Bron: oeso.

Europese landen de arbeidsmarkt niet erg flexibel is en de sociale voorzieningen vrij genereus zijn. Op een aantal arbeidsmarktindicatoren van de oeso, die rekening houden met zaken als ontslagprocedures en mogelijkheden voor tijdelijk werk, scoort de eu nog altijd laag in verhouding tot de vs. Ook indicatoren op het gebied van de sociale voorzieningen wijzen op verschillen. Zo houdt in Duitsland en Frankrijk een gezinshoofd dat werkloos wordt rond 70% van het laatst verdiende salaris over. Het overeenkomstige cijfer voor de vs is nog geen 60%. Verder is de termijn waarover een werkloze aanspraak maakt op de werkloosheidsverzekering in de vs relatief kort, namelijk 6 maanden. In Duitsland varieert deze termijn van 6 tot 32 maanden, en in Frankrijk kan deze zelfs oplopen tot 60 maanden.

Een ander risico bij arbeidsmigratie is de mate van integratie van migranten. In Nederland heeft de moeilijke integratie van migranten die in de jaren zeventig van de vorige eeuw naar ons land kwamen veel aandacht gekregen. Dit betekent echter niet dat bij toekomstige arbeidsmigratie de kans op een succesvolle integratie per definitie klein is. Als we kijken naar migratie over de eeuwen heen, valt op dat na verloop van tijd de meeste migrantengroepen goed assimileren. Verder moet het bij toekomstige arbeidsmigratie mogelijk zijn een bepaalde vorm van selectie aan de grenzen van Europa te laten plaatsvinden met het oog op een snelle integratie op de arbeidsmarkt. De ervaringen van Australië, immigratieland bij uitstek, tonen bijvoorbeeld aan dat

met een selectiesysteem arbeidsmigranten net zo succesvol op de arbeidsmarkt kunnen zijn als autochtonen.

Een laatste risico betreft de mogelijk nadelige gevolgen van immigratie voor de herkomstlanden, de zogeheten 'brain drain'. In deze context kan evenwel een aantal kanttekeningen worden geplaatst. Ten eerste is het niet vanzelfsprekend dat bij een economisch immigratiebeleid uitsluitend hoogopgeleide immigranten worden toegelaten. In bepaalde sectoren van de eu-landen ontstaat hoogstwaarschijnlijk ook een tekort aan laagopgeleide werknemers. Het gaat dan om dienstverlenende sectoren die arbeidsintensief zijn en waar arbeidsbesparende technologie slechts in beperkte mate kan worden toegepast, bijvoorbeeld in de zorg, detailhandel of horeca. Ten tweede bestaat de mogelijkheid dat een deel van de immigranten terugkeert naar het land van herkomst. De geschiedenis leert dat terugkeermigratie een belangrijk fenomeen is, hoewel de intensiteit kan verschillen per migratiegolf. Indien terugkeermigratie plaatsvindt, komt een deel van de verworven kennis en vaardigheden in het gastland ten bate aan het herkomstland. Een goed voorbeeld zijn de ict'ers uit India die zijn teruggekeerd naar hun eigen land en daar hebben bijgedragen aan een bloeiende ict-sector. Ten derde wordt in een toekomstig immigratiebeleid waarschijnlijk expliciet rekening gehouden met de belangen van de herkomstlanden. De Europese Commissie pleit namelijk voor een Europees immigratiebeleid, waarbij een partnership met de landen van herkomst centraal

staat. Het bevorderen van de relatie tussen migranten en hun land van herkomst wordt hierbij onderkend. Zo moet het voor migranten mogelijk worden gemakkelijk heen en weer te gaan tussen het gast- en herkomstland, bijvoorbeeld om tijdelijk werk te verrichten in het land van herkomst.

Al met al lijkt het grootste risico van arbeidsmigratie voor Europa de inactiviteit te zijn. Bij dit risico spelen verschillende factoren een rol waarmee beleidsmakers rekening moeten houden. Zo zijn een toegankelijk onderwijsstelsel, een goed werkende arbeidsmarkt, een voldoende activerend sociaal zekerheidssysteem en het bestrijden van discriminatie belangrijke voorwaarden voor een succesvol immigratieproces.

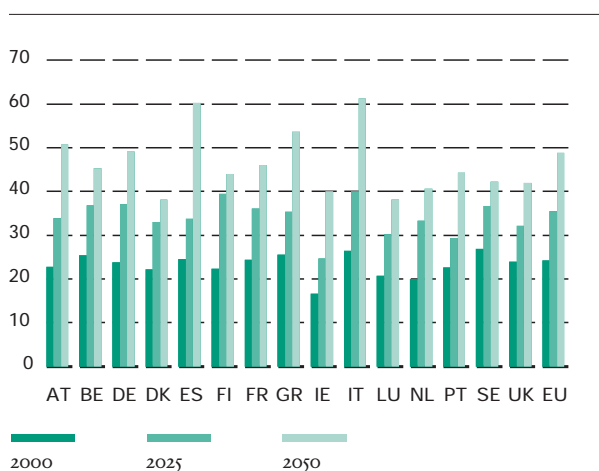
## De vergrijzing in de eu

In de komende 50 jaar vergrijsd Europa aanzienlijk. Eén van de consequenties hiervan is dat zonder maatregelen de beroepsbevolking aanzienlijk kleiner wordt. Dit roept de vraag op of immigratie een bijdrage kan leveren aan het in stand houden van de beroepsbevolking. Voordat deze vraag wordt beantwoord, worden de demografische ontwikkelingen bekeken waarmee vrijwel alle eu-landen te maken zullen krijgen.

Grafiek 4 geeft de zogeheten grijze druk (verhouding tussen 65+ en 15-64 jaar) weer voor de eu-landen in de periode 2000-2050. Hoewel het vergrijzingsproces in veel landen op eenzelfde wijze verloopt, zijn er wel belangrijke verschillen met betrekking tot de intensiteit en het tijdstip waarop de vergrijzing inzet. De start-

**Grafiek 4 Grijze druk in de eu 2000-2050**

Procenten



Bron: Eurostat.

positie is het gunstigst in Ierland, met een grijze druk van slechts 17%. Italië, Spanje, Griekenland en België daarentegen lopen met verhoudingsgetallen van rond 25% voorop. Ook de timing van het vergrijzingsproces verschilt van land tot land. In Duitsland, Griekenland, Italië en Nederland neemt de grijze druk al toe na 2005. In de meeste landen wordt rond 2040 een nieuw niveau bereikt dat structureel hoger ligt dan het huidige niveau. Italië en Spanje zijn hierbij de eu-koplopers, met verhoudingsgetallen van rond 60% in 2050.

De bevolkingsveroudering is geen tijdelijk fenomeen. Ook na 2050 blijft de grijze druk hoog. Dit is kort gezegd het gevolg van de 'te lage' bevolkingsdynamiek. De relatieve aantallen jonge instromers en oude uitstromers zijn te klein om het simpele gegeven te kunnen compenseren dat wij elk jaar één jaar ouder worden. Er zijn drie factoren die de bevolkingsdynamiek bepalen: sterfte, vruchtbaarheid en migratie. Van deze drie factoren levert de gedaalde vruchtbaarheid de belangrijkste verklaring voor de huidige bevolkingsveroudering. Ter illustratie: Nederlandse vrouwen die geboren zijn rond 1900 kregen gemiddeld nog 2,9 kinderen. Vlak na de Tweede Wereldoorlog is dit cijfer gedaald en voor de generatie vrouwen uit 1960 ligt het gemiddeld kindertal inmiddels op 1,8. Dit is te laag om de huidige leeftijdsverdeling constant te houden. Daarvoor zou een gemiddeld kindertal van 2,1 nodig zijn. Al met al is de bevolkingsveroudering in Nederland en andere eu-landen structureel van aard, vanwege een lagere vruchtbaarheid. Er is echter ook een tijdelijke vergrijzingspiek die het gevolg is van de grote naoorlogse geboorteaantallen. Na de Tweede wereldoorlog is het aantal geboorten namelijk snel gestegen, om vervolgens in de jaren zeventig sterk te dalen. Deze golfbeweging kan men in alle landen van de eu terugvinden. De naoorlogse 'babyboom' kan men daarom zien als een piek in het midden van de leeftijdsverdeling die zich in de komende decennia voortbeweegt naar het uiteinde.

## Welvaartsgevolgen van de vergrijzing en beleidsopties

De veroudering van de bevolking heeft gevolgen voor het arbeidsaanbod in de eu, zowel in omvang als in samenstelling. Daardoor heeft zij consequenties voor het toekomstige welvaartsniveau (afgemeten aan het bruto binnenlands product (bbp) per hoofd). Tabel 4 en 5 geven voor de eu en enkele landen aan wat de gevolgen zijn voor de potentiële beroepsbevolking (15-64 jaar) en de totale bevolking. De potentiële beroepsbevolking

**Tabel 4 Potentiële beroepsbevolking van de eu 2000-2050**

Miljoenen

Land	Potentiële beroeps- bevolking 2000	Potentiële beroeps- bevolking 2050	Verandering in procenten
eu	252,1	209,7	-16,8
Nederland	10,8	10,6	-2,0
Duitsland	55,8	44,1	-20,9
Frankrijk	38,9	35,9	-7,7
Italië	38,9	26,1	-32,9

Bron: Eurostat.

in de eu neemt met bijna 17% af in de komende halve eeuw, terwijl de totale bevolking slechts krimpt met iets meer dan 3%. Als de arbeidsparticipatie constant blijft, betekent dat een forse daling van het arbeidsaanbod. Op zich bezien oefent deze daling van het arbeidsaanbod een remmende invloed uit op de groei van het bbp per hoofd in de komende 50 jaar. Hierbij past de opmerking dat voorspellingen over zo'n lange periode met grote onzekerheid zijn omgeven. Desalniettemin is het niet onwaarschijnlijk dat de gemiddelde jaarlijkse groei van het bbp per hoofd in de eu in de komende 50 jaar minstens een half procentpunt lager zal uitvallen in vergelijking tot de gemiddelde 2% groei over de afgelopen 30 jaar. Achter dit gemiddelde gaan overigens wel verschillen van land tot land schuil. In bepaalde landen zullen de welvaartsgevolgen ernstiger zijn dan wat verwacht kan worden op basis van het Europese gemiddelde. In Italië waar de beroepsbevolking met bijna 33% krimpt in de komende 50 jaar is het probleem extra

**Tabel 5 Totale bevolking van de eu 2000-2050**

Miljoenen

Land	Totale bevolking 2000	Totale bevolking 2050	Verandering in procenten
eu	376,2	364,5	-3,1
Nederland	15,9	17,7	11,5
Duitsland	82,1	76,0	-7,5
Frankrijk	59,2	62,2	5,0
Italië	57,6	48,1	-16,5

Bron: Eurostat.

acuut. Zonder de juiste maatregelen te nemen, gaat de vergrijzing een remmende invloed uitoefenen op de groei van de welvaart per hoofd van de bevolking.

Dit roept de vraag op welke beleidsopties beschikbaar zijn om de negatieve gevolgen van het dalende arbeidsaanbod op te vangen. Ten eerste kan de productiviteitsgroei worden bevorderd. Hoewel de overheid hierop geen directe invloed heeft, kan zij wel de juiste randvoorwaarden scheppen, bijvoorbeeld door meer te investeren in het onderwijs, het stimuleren van kennisoverdracht tussen bedrijfsleven en universiteiten, het bevorderen van concurrentie, het verbeteren van de fysieke infrastructuur of het streven naar productiviteitsgroei buiten de marktsector. Ten tweede kan worden ingezet op het verhogen van de arbeidsparticipatie. Dit zou bijvoorbeeld kunnen door langer werken per arbeidsleven aan te moedigen of door inactieven (werklozen of arbeidsongeschikten) te stimuleren toe te treden tot de arbeidsmarkt. Met name de participatie van oudere werknemers (55-64 jaar) en vrouwen is relatief laag. De participatie van oudere werknemers in de eu bedraagt momenteel nog geen 40% (met een participatie van 52% en 23% voor ouderen van respectievelijk 54-59 en 60-64 jaar)<sup>6</sup>. Ter vergelijking, in de vs bedraagt het overeenkomstige cijfer bijna 60%. Oudere werknemers stimuleren om langer door te werken lijkt in dit kader zeer gewenst. Ook zouden voor vrouwen belemmeringen kunnen worden weggenomen die een rol spelen bij de beslissing om toe te treden tot de arbeidsmarkt (bijvoorbeeld het ontbreken van goede en betaalbare kinderopvang). Dit is met name relevant voor Zuid-Europa waar de participatie van vrouwen traditioneel laag is.

Deze twee beleidsopties zijn door de Europese beleidsmakers onderkend en daarvoor zijn doelstellingen geformuleerd. Voor het bevorderen van de productiviteit is onder meer afgesproken dat de uitgaven aan r&d moeten stijgen tot 3% van het Europese bbp in 2010. Op de eu-top in Lissabon (maart 2000) is afgesproken dat de arbeidsparticipatie omhoog moet naar 70% tegen 2010. In de vs bedraagt de participatie ruim 74%. Indien de arbeidsparticipatie in de eu stijgt naar 70% en iedereen voltijds werkt, kan over een periode van 50 jaar bezien het bbp per hoofd gemiddeld met ongeveer een half procentpunt per jaar stijgen. De arbeidsparticipatie in de eu is echter laag (64,1%) en neemt langzaam toe (0,7 procentpunt stijging in 2000-2001). Ook de uitgaven aan r&d zijn laag (1,94% bbp) en bovendien zo goed als stil blijven staan in de periode 2000-2001 (0,01 procentpunt stijging). De resultaten op het gebied van productiviteit en arbeidsparticipatie zijn

vooral nog teleurstellend. Al met al zijn er dus een goede redenen om de derde optie, te weten arbeidsmigratie, niet buiten te sluiten als bijdrage aan de 'oplossing' voor de vergrijzingsproblemen.

Indien arbeidsmigratie als een beleidsoptie wordt onderkend, is het van belang te weten waar in de komende decennia het potentieel aan migranten zich bevindt. In de discussie over arbeidsmigratie wordt wel eens gesuggereerd dat de toekomstige toetreders van de eu in Centraal- en Oost-Europa een groot potentieel vormen. Het is echter niet waarschijnlijk dat het arbeidsaanbodtekort van de eu substantieel kan worden aangevuld met migranten uit Centraal- en Oost-Europa. Deze landen vergrijzen namelijk na 2010 zelf ook sterk. Daarnaast is het waarschijnlijk dat in de toekomst de bereidheid om te emigreren vanuit Centraal- en Oost-Europa naar de eu afneemt. Naarmate de welvaart stijgt in de kandidaat-lidstaten en de reële loonverschillen afnemen ten opzichte van de eu, wordt de impuls om te emigreren kleiner. De geschiedenis toont aan dat reële loonverschillen tussen landen in het algemeen een belangrijke determinant zijn van emigratie. De jaarlijkse netto instroom in de eu vanuit de kandidaat-lidstaten zal dan beperkt blijven. Schattingen gaan vooralsnog uit van in totaal 100.000 tot 340.000 migranten netto per jaar (dat is ongeveer 0,1% van de huidige potentiële beroepsbevolking). Het is dus waarschijnlijk dat het belangrijkste potentieel voor arbeidsmigratie zal liggen buiten Europa, in met name Azië en Afrika waar vergrijzing geen rol van betekenis speelt in de komende 50 jaar.

### Geraadpleegde literatuur

**Borjas, G.J. (1999)**, 'Heaven's Door: Immigration Policy and the American Economy', Princeton University Press.

**Bosman, R. (2003)**, 'Immigratie vanuit historisch en economisch perspectief', Meb-serie 2003-02, De Nederlandsche Bank.

**Carter, S.B. & R. Sutch (1997)**, 'Historical perspectives on the economic consequences of immigration into the United States', nber, Historical paper 106, December 1997.

**Hatton, T. & J. Williamson (1998)**, *The Age of Mass Migration: Causes and Economic Impact*, Oxford University Press.

**Imhoff, van E. & L. van Wissen, (2001)**, 'Bevolkingsveroudering en de arbeidsmarkt in Europa', *Bevolking en Gezin*, 30, pp. 5-35.

**Lopez-Bassols, V. (2002)**, 'ict skills and employment', Directorate for Science, Technology, and Industry', oecd.

**Lucassen, L. & R. Penninx (1994)**, *Nieuwkomers, Nakomelingen, Nederlanders*, Het Spinhuis, Amsterdam.

**oecd (2001)**, 'Trends in immigration and economic consequences', Economics Department.

**oecd (2002)**, 'The economic impact of international migration: A framework for edrc country reviews', Directorate for Education, Employment, Labour and Social Affairs.

**Straubhaar, T. (2001)**, 'Migration and labour mobility in an enlarged European union', *Tijdschrift voor Economie en Management*, xlvii, pp. 239-271.

**Turner, D., Giorno, C., De Serres, A. Vourc'h, A., & P. Richardson (1998)**, 'The macroeconomic implications of ageing in a global context', Working paper no. 193, Economics Department, oecd.

1 De Surinamers vormen tot op zekere hoogte een uitzondering omdat naast politieke motieven (toegenomen rechtsonzekerheid als gevolg van de staatsgreep in 1980) ook economische overwegingen een belangrijke rol spelen bij de beslissing om te emigreren.

2 Terugkeermigratie speelt ook bij de huidige migratiestromen een belangrijke rol. Voor de vs wordt bijvoorbeeld geschat dat ongeveer een derde van de immigranten binnen één of twee decennia emigreert.

3 Ook in Nederland vindt terugkeermigratie plaats, hoewel deze verschilt van groep tot groep. Ter illustratie: van de Turken en Marokkanen die in 1970 komen, keert na 10 jaar 30,5% respectievelijk 16,3% terug. Voor de Spanjaarden bedraagt dit percentage zelfs bijna 75%.

4 In de vs, Canada en Australië wordt een immigrant gedefinieerd als een persoon die geboren is in het buitenland. In veel Europese landen wordt een immigrant gedefinieerd als een persoon die niet de nationaliteit van het betreffende gastland bezit. Deze verschillen in definitie bemoeilijken een internationale vergelijking van het totale aantal immigranten in een land.

5 Dit geldt met name voor landen als Frankrijk, Duitsland, Nederland, België en Luxemburg.

6 De participatie van werknemers in de leeftijdscategorie 60-64 jaar neemt in veel eu-landen (waaronder ook Nederland) aanzienlijk langzamer toe dan die voor werknemers in de leeftijdscategorie 54-59 jaar.

# De noodzaak van transparante financiële verslaggeving en goed bestuur

*Het Enron-debâcle en andere geruchtmakende boekhoudschandalen brachten op een aantal fronten zwakke plekken aan het licht in de regelgeving en controle ten aanzien van het bedrijfsleven.*

*Corporate governance en de transparantie van winstcijfers schoten tekort, terwijl tevens ondermijnende belangenverstrengelingen bleken te kunnen bestaan binnen grote ondernemingen, investment banks en bij accountants. Bovendien maken sommige bedrijven misbruik van waarderingsgrondslagen en consolidatievoorschriften, terwijl in een aantal gevallen zelfs sprake lijkt te zijn van regelrechte fraude. Het vertrouwen van beleggers is door al deze praktijken ernstig geschaad. De inspanningen van beleidsmakers zijn gericht op verbeteringen. In de Verenigde Staten (vs) is bijvoorbeeld een antifraude wet, de Sarbanes-Oxley Act, aangenomen. In Europa zijn door diverse nationale overheden eveneens initiatieven ontplooid. Verder wordt op mondiaal niveau gewerkt aan de verbetering van hoogwaardige standaarden voor de financiële verslaggeving. Ook de Bank heeft maatregelen genomen en levert tevens een actieve bijdrage aan de initiatieven ter verbetering van internationale standaarden. Maar ook bedrijven en financiële instellingen zelf nemen hun verantwoordelijkheid door het vergroten van de transparantie en het treffen van maatregelen om belangenverstrengelingen tegen te gaan. Enkele lessen voor de toekomst kunnen worden getrokken uit de gebeurtenissen.*

*Vlak voordat dit artikel werd gedrukt, werd bekend dat bij Abold belangrijke onregelmatigheden zijn geconstateerd, met name bij een Amerikaanse dochter en enkele andere buitenlandse deelnemingen. Een en ander noopt tot neerwaartse bijstelling van de gepubliceerde winsten, waarop de beurskoers van het concern zeer sterk is gedaald. Direct daarop zijn de beurstoezichthouders in Nederland en de vs, alsmede het Openbaar Ministerie onderzoeken gestart. Nadere informatie ontbreekt nog. De affaire illustreert dat Nederlandse bedrijven niet gevrijwaard zijn van boekhoudschandalen en onderstreept de betekenis van goede corporate governance, financiële transparantie en accountantscontrole.*

## Inleiding

Begin december 2001 vraagt het Amerikaanse energiebedrijf Enron surseance van betaling aan en daarmee is het tot dan toe grootste faillissement in de vs ooit een feit. Eerste aanleiding voor het faillissement is een neerwaartse bijstelling van de winstcijfers, die, naar al snel blijkt, te maken heeft met onvolledige en zelfs misleidende financiële rapportages over eerdere jaren. Vooral dit laatste wordt breed uitgemeten in de pers hetgeen leidt tot grote terughoudendheid bij tegenpartijen om zaken te blijven doen met Enron en uiteindelijk resulteert in de val van de energiegigant. Qua omvang wordt het faillissement van Enron korte tijd later overtroffen door het bankroet van Worldcom, terwijl tevens boekhoudschandalen aan het licht komen bij andere Amerikaanse bedrijven als Tyco, Global Crossing en Xerox. Europese en Nederlandse bedrijven worden eveneens kritischer tegen het licht gehouden, met meldingen van onjuiste berichtgeving door enkele bedrijven. De boekhoudschandalen hebben het vertrouwen van aandeelhouders en beleggers in de financiële verslaggeving ernstig geschaad hetgeen ook zichtbaar wordt op de aandelenbeurzen. De schandalen leggen een kluwen van zwakheden in de regelgeving en naleving bloot, die in veel gevallen samenhangen en elkaar kunnen versterken. Overigens gaat het hierbij in de meeste gevallen niet om een nieuw fenomeen. Creatief boekhouden, persoonlijke verrijking door het management, onvolledige voorlichting aan aandeelhouders, alsmede pogingen van relevante autoriteiten dit te bestrijden bestaan al veel langer. Wel krijgen de recente, opeenvolgende schandalen veel aandacht in de media hetgeen bij het publiek de onzekerheid rond financiële gegevens van bedrijven aanwakkert en tevens het momentum voor beleidsmaatregelen heeft vergroot. In een rap tempo is wetgeving aangepast en worden bestaande standaarden verbeterd en geharmoniseerd. De Bank ziet hierbij een relatie met haar eigen taken. Adequate standaarden op het gebied van behoorlijk bestuur en financiële verslaggeving behoren tot de fundamenten van een goed toezichtsregime. In het navolgende worden de belangrijkste zwakheden en de gekozen oplossingen belicht, alsmede de lessen die hieruit te trekken zijn.

### Welke zwakheden kwamen aan het licht?

Grofweg zijn de zwakke plekken onder vier noemers te brengen: (1) corporate governance, (2) het audit proces en het functioneren van audit comité's, (3) de financiële

verslaggeving, en (4) de mate van transparantie in het financiële systeem. In het algemeen kan worden geconstateerd dat er zowel tekortkomingen bestaan in de voorschriften en regels, als in de toepassing en de naleving van de standaarden. Ook zijn er *incentive* structuren die aanzetten tot misleiding.

Allereerst werd duidelijk dat de corporate governance bij veel bedrijven tekort schoot. Corporate governance is te omschrijven als het stelsel van omgangsvormen voor bij de vennootschap en haar onderneming betrokken direct belanghebbenden – met name bestuurders, commissarissen en kapitaalverschaffers – inhoudende een aantal regels voor goed bestuur en goed toezicht en regels voor een verdeling van taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden die een evenwichtige invloed bewerkstelligen bij de betrokkenen.<sup>1</sup> Bestuurders en commissarissen dienen over hun taakuitoefening, ook publiekelijk, verantwoording af te leggen. Geconstateerd werd dat deze regels niet adequaat worden nageleefd en onvoldoende zijn aangepast aan veranderende ondernemingsstructuren. Het probleem van overzichtelijkheid en beheersbaarheid speelt een rol. Door verstrengeling en samensmelting zijn bedrijven uitgegroeid tot omvangrijke en complexe conglomeraten. Onduidelijke verantwoordelijkheidsstructuren in de ondernemingsleiding van grote bedrijven, die kunnen leiden tot belangenverstrengelingen tussen bijvoorbeeld bestuur en audit binnen de onderneming, maar ook tussen de onderneming en externe partijen, zoals de externe accountant, kunnen het gevolg zijn. Belangenverstrengelingen kunnen zich ook voordoen bij *investment banks*, bijvoorbeeld doordat marktanalisten worden beïnvloed door zakenbankiers, en *rating agencies*, waar mogelijke relaties tussen de onderneming en de *rating agency* de onafhankelijke vaststelling van een *rating* kunnen doorkruisen.

Hoewel op vele terreinen onregelmatigheden voorkwamen, kreeg het functioneren van accountants de meeste aandacht, hetgeen inherent is aan hun maatschappelijke functie. In veel gevallen bleken accountants niet onafhankelijk te zijn van de gecontroleerde onderneming, doordat accountants van hetzelfde kantoor voor hetzelfde bedrijf zowel controle- als advieswerkzaamheden verrichten. Deze belangenverstrengelingen vergroten het risico dat de accountant onjuiste en misleidende rapportage door de vingers ziet. Standaarden die op dit terrein in de verschillende landen bestaan worden onvoldoende nageleefd, terwijl toezicht van hogerhand op de naleving veelal ontbreekt. Vertrouwen op de zelfregulering van de accountantsberoepsgroep bleek niet altijd afdoende.

Verder bleken er belangrijke tekortkomingen in de huidige externe verslaggevingregels te bestaan. Regels zijn voor een deel achterhaald en maken misleiding mogelijk. Zo konden activiteiten plaatshebben buiten de balans van de onderneming om, bijvoorbeeld door het opzetten van zogenoemde *Special Purpose Vehicles* (spv's) of door het verstrekken van garanties, waarvan niet onmiddellijk duidelijk was of deze moesten worden geconsolideerd. Gepresenteerde financiële resultaten gaven geen getrouw beeld van de resultaten van de onderneming. De getoonde winst is kunstmatig te hoog, hetgeen wordt beloond met kunstmatig hoge aandelenkoersen en bonussen. Bepaalde posten, zoals personeelsopties, werden niet meegenomen in de winstcijfers. Een ander probleem betreft de waardering van balansposten. Zo heeft Enron de winsten de afgelopen jaren kunnen opblazen door vaste activa, die tegen een zeer lage historische kostprijs te boek stonden, over te brengen naar het handelsboek of te verkopen aan een spv, waarbij in beide gevallen realisatie tegen de marktwaarde geschiedde.

Genoemde problemen deden zich met name voor in Amerikaanse ondernemingen die op basis van gedetailleerde boekhoudregels, de *US Generally Accepted Accounting Principles* (us gaap), de financiële boeken opstellen. De voorbeelden brachten ook een generiek probleem aan het licht. De sterk op regels georiënteerde accountingstandaarden, zoals us gaap, zijn vrij star waardoor nieuwe ontwikkelingen en nieuwe financiële instrumenten nauwelijks in ogenschouw (kunnen) worden genomen. De regels bleken daarmee gevoelig te zijn voor omzeiling door het gebruik van financiële innovaties.

Ten slotte vertonen *disclosure*standaarden gebreken die de transparantie van de financiële markten vertroebelen en daarmee effectieve marktdiscipline in de weg staan. Sommige activiteiten van bedrijven blijven onzichtbaar in de financiële rapportages waardoor aandeelhouders geen volledig beeld van de onderneming krijgen. Ook ontbreken vaak regels die eisen stellen aan de tijdigheid van de te verstrekken informatie. Voorts lijkt de marktdiscipline niet optimaal te zijn doordat bepaalde marktanalisten en *rating agencies* niet altijd onafhankelijk zijn. Transparantie is een voorwaarde voor effectieve marktdiscipline. Het verstrekken van relevante informatie aan marktpartijen maakt een betere beoordeling van de activiteiten, de balans en het risicoprofiel van een onderneming mogelijk. Deze grootheden zijn bepalend voor de kapitaalkosten van een onderneming. Via het zichtbaar worden van verbeteringen in de genoemde factoren kunnen de kapitaalkosten verminderen. Effectieve marktdiscipline houdt

in dat via dit mechanisme gezonde bedrijfsvoering en financiële prestaties bij bedrijven worden gestimuleerd.

## Oplossingen

De inspanningen van zowel marktparticipanten als beleidsmakers zijn gericht op verbeteringen. In de vs is naar aanleiding van de boekhoudschandalen in zeer kort tijdsbestek de antifraude wet, de Sarbanes-Oxley Act, uitgevaardigd die op 25 juli 2002 is aangenomen. Een van de doelen van de wet is te garanderen dat de financiële rapportage van ondernemingen juist is. Hiermee beoogt de wet het vertrouwen van beleggers en andere aandeelhouders in de financiële rapportage en in de kapitaalmarkten te herstellen. De wet geldt voor alle 14.000 bedrijven die aan de beurzen in de vs zijn genoteerd, ongeacht of ze statutair in de vs zijn gevestigd of daarbuiten. Dit laatste betekent ook dat enkele honderden Europese en enkele tientallen Nederlandse bedrijven onder de reikwijdte van de wet vallen. De wet bevat een scala concrete maatregelen op het terrein van de corporate governance, het audit proces en de transparantie. De wet onderstreept de verantwoordelijkheid van de ondernemingsleiding voor betrouwbare verslaggeving (met forse financiële en strafrechtelijke sancties), legt interne financiering van het management aan banden en biedt waarborgen voor versterking van de onafhankelijkheid van de accountant. Wat dit laatste betreft wordt een scherpere scheiding aangebracht tussen controlewerkzaamheden en advisering door accountants. Volgens de wet dienen accountants zich te concentreren op hun controlerende taak en mogen zij slechts beperkt adviseren bij dezelfde onderneming. Een andere voorgestelde maatregel is het verplicht periodiek wisselen van de accountant. Vanuit de onderneming probeert men juiste rapportage af te dwingen door het management persoonlijk te laten tekenen voor de juistheid van de gepresenteerde cijfers. In het licht van dit laatste worden bedrijven tevens verplicht een onafhankelijk audit comité in te stellen. Wat betreft de samenstelling van dit comité geldt dat er geen bestuurders (*executives*) deel uit mogen maken van deze commissie. In Nederland is dit vaak al het geval. In de Nederlandse twee-lagen structuur, met een van het bestuur afgezonderde Raad van Commissarissen (rvc), is het audit comité het domein van de commissarissen. Tevens wordt onder de Sarbanes-Oxley Act een onafhankelijk toezichtorgaan voor de accountantsbranche (*Public Company Accounting Oversight Board*) opgericht om de accountants van beursgenoteerde bedrijven te registreren en te controleren om hun objectiviteit te waarborgen.

Op het terrein van de transparantie schrijft de wet een snellere publicatie van kwartaal- en jaarcijfers voor. Verder formuleert de wet *disclosure* vereisten voor ondernemingen, met name voor *off-balance* activiteiten en *insider trading*. Hoewel de boekhoudschandalen vooral plaatsvonden in de vs, is er een belangrijke doorwerking op de regelgeving in Europa. In navolging van de herziene wetgeving in de vs presenteert de Europese Commissie binnenkort een actieplan op het terrein van corporate governance en de modernisering van het Europese ondernemingsrecht. In het actieplan wordt aangestuurd op een nationale code voor elk eu-land met als basis de aanbevelingen uit het actieplan. Kernpunten uit dit actieplan zijn strengere *disclosure* vereisten voor ondernemingsbesturen over hun beleid op het gebied van corporate governance, een grotere rol voor onafhankelijke, *non-executive, directors* op het terrein van beloningen en benoemingen van bestuurders, alsmede de bepaling dat het audit comité in beursgenoteerde ondernemingen in meerderheid bestaat uit onafhankelijke commissarissen. Vergeleken met de Sarbanes-Oxley Act wordt meer vertrouwd op zelfregulering, aangevuld met enkele harde regels.

Op mondiaal niveau wordt voorts gewerkt aan de verbetering van de standaarden voor de financiële verslaggeving die ook de transparantie moet verbeteren. Financiële verslaggeving, in het bijzonder de jaarrekening en tussentijdse berichten, speelt een essentiële rol in een adequaat corporate governance systeem. Aangezien de jaarrekening als basis dient voor veel beslissingen, door onder meer kredietverschaffers, aandeelhouders en bestuurders, bestaan er standaarden voor het opstellen van de jaarrekening om te voldoen aan de algemene eis dat de jaarrekening een getrouw beeld van vermogen en resultaat geeft. Om te waarborgen dat deze standaarden worden nageleefd dient de verantwoording te worden voorzien van een verklaring van een onafhankelijke accountant. In de vs wordt onderzocht in hoeverre de gedetailleerde *rules-based* verslaggevingstandaarden meer in de richting van een *principles-based* aanpak zijn te bewegen. Verder worden specifieke accounting onderwerpen ter hand genomen, zoals de behandeling van *spv's*, *off-balance sheet* activiteiten en personeelsopties.

Deze specifieke onderwerpen spelen ook een rol bij de herziening van de internationale accountingstandaarden, de zogenoemde *International Financial Reporting Standards* (ifrs) waaraan de iasb reeds geruime tijd werkt. Vanaf 2005 geldt voor geconsolideerde jaarrekeningen van beursgenoteerde ondernemingen in de eu de verplichting om ifrs toe te passen. In Nederland

geldt dit ook voor alle niet-beursgenoteerde financiële instellingen. Deze verplichting brengt binnen Europa een uniform regime voor financiële verslaggeving tot stand. Huidige verschillen in accountingregels die leiden tot een ongelijk speelveld worden daarmee weggenomen. Een belangrijke impuls gaat daarnaast uit van de pogingen om de internationale (Europese) en de Amerikaanse boekhoudregels (ifrs en us gaap) te harmoniseren. Op 29 oktober 2002 hebben de betrokken Amerikaanse en Europese autoriteiten een *Memorandum of Understanding* getekend: het streven is om reeds in 2005 diverse belangrijke verschillen tussen de boekhoudregels in Europa en de vs te hebben weggewerkt. De internationale vergelijkbaarheid van cijfers wordt hierdoor vergroot hetgeen ook de transparantie en marktdiscipline versterkt. Voor het internationale bankwezen wordt hiertoe verder bijgedragen door de herziening van het kapitaalakkoord. In de derde pilaar van dat akkoord worden specifieke *disclosure* vereisten ontwikkeld met als doel de werking van marktdiscipline te bevorderen.

De Bank heeft al ruim voor de genoemde boekhoudschandalen aan de orde waren bepaalde maatregelen genomen. Zo is per 1 april 2001 de Regeling Organisatie en Beheersing (rob) bij banken ingevoerd. rob geeft een breed, algemeen kader voor de interne organisatie van banken en de risicobeheersing in hun bedrijfsprocessen ter bevordering van een beheerste en integere bedrijfsvoering. In dit zelfde kader kan worden gewezen op de Principes voor Interne Beheersing waaraan door de Pensioen- en Verzekeringskamer (pvk) momenteel de laatste hand wordt gelegd. Verder zijn in de loop van 2001 door de Bank onderzoeken naar de corporate governance structuur bij de grotere banken gestart, die zijn toegespitst op de rol die de Raad van Bestuur en de rvc hierin vervullen. Aandacht wordt onder meer geschonken aan de kwaliteit van de informatieverstrekking aan de rvc en het besluitvormingsproces binnen deze Raad. In zijn algemeenheid is er voorts intensiever overleg tussen de Bank en de externe accountants van banken in reactie op de recente affaires. Tevens is door de Bank reeds enkele jaren geleden aangedrongen op toezicht op accountants. De reden is dat accountantskantoren geleidelijk aan een steeds commerciële functie zijn gaan vervullen die voor de maatschappij een grote betekenis heeft, maar daardoor ook een groot afbreukrisico. Recentelijk zijn deze pleidooien in een stroomversnelling terechtgekomen. De huidige voorstellen op dit terrein beogen dat hier een grote rol is weggelegd voor de Autoriteit Financiële Markten (Autoriteit-fm). Voorts wordt de Autoriteit-fm



belast met het toezicht op financiële verslaggeving door beursgenoteerde ondernemingen waartoe op Europees niveau is besloten en waarbij ook de Bank en de pvk een rol spelen voor zover het de prudentiële aspecten van financiële rapportages betreft. Dit is bijvoorbeeld het geval indien het oogmerk van de *disclosures* is de kapitaaltoereikendheid bij onder toezicht staande instellingen te bevorderen, zoals het geval is bij het nieuwe kapitaalakkoord.

Corporate governance, financiële verslaggeving en prudentiële regelgeving hangen nauw met elkaar samen. De Bank hecht grote waarde aan de ontwikkeling en totstandkoming van hoogwaardige internationale standaarden op al deze terreinen en zet zich in voor de realisatie daarvan. De Bank doet dat onder meer door haar lidmaatschap van het Bazelse Comité voor het Bankentoezicht, inclusief haar voorzitterschap van de onder het Bazelse Comité ressorterende *Accounting Task Force* en de *Transparency Group*. Daarmee speelt de Bank een actieve rol bij de herziening van het kapitaalakkoord. De Bank is namens het Bazelse Comité ook lid van de *Standards Advisory Council* van de *International Accounting Standards Board* (iasb). Uitgangspunt van de Bank is het zoveel mogelijk koersen op internationale regels. Immers, mede gelet op het internationale karakter van het bankwezen is een *level playing field* van groot belang. Bij deze inspanningen rond de ontwikkeling en verbetering van standaarden wordt geprofiteerd van het regelmatige overleg in diverse internationale gremia, zoals het *Banking Supervision Committee* van het escb en het *Financial Stability Forum*. Met name in het laatstgenoemde Forum worden regelmatig op hoog niveau *Round-table* discussies over deze onderwerpen gevoerd. De betrokken regelgevers, toezichthouders en *standardsetters* worden op deze manier gevoed met wederzijdse inzichten en ervaringen. In deze zin kunnen ook worden genoemd de *Principles* die de *International Organization of Securities Commissions* (iosco) recent heeft uitgevaardigd op het terrein van *disclosures* door beursgenoteerde ondernemingen en op het terrein van de onafhankelijkheid van en het toezicht op accountants.

Ten slotte is de rol van marktwerking belangrijk. Bedrijven nemen, zo is gebleken, ook zelf maatregelen, zoals bijvoorbeeld het vrijwillig vergroten van *disclosure* en om belangenverstrengelingen tegen te gaan. Bij dit laatste moet worden gedacht aan de initiatieven van diverse zakenbanken om hun onderzoeksafdeling af te splitsen van de commerciële activiteiten. Ook doen banken inspanningen om hun risicomanagement te verbeteren.

## Lessen voor de toekomst

Zijn de gekozen oplossingen voldoende? Het aangetaste vertrouwen van het publiek in de financiële markten en in de betrouwbaarheid van de financiële verslaggeving noopten tot kordate actie door de betrokken autoriteiten. Daarnaast moeten de inspanningen ter verbetering en harmonisatie van regels, die op een breed front reeds zijn en nog worden ondernomen, worden toegejuicht. Daarbij bestaat het risico van overreageren. Zelfregulering van marktpartijen en eigen verantwoordelijkheid blijven belangrijk, waarbij vooral de integriteit van de betrokkenen een rol speelt. Gewezen kan worden op voorbeelden van regelrechte fraude bij sommige bedrijven, waarbij extra regelgeving amper iets oplost.

Voor zover het gaat om fouten in de standaarden, zoals verslaggevingregels die bepaalde activiteiten van bedrijven buiten beeld laten, moeten deze voortvarend worden gecorrigeerd. In belangrijke mate bleken standaarden ook verouderd; verouderd door de ontwikkeling van complexe financiële producten en de vorming van omvangrijke en complexe conglomeraten. In het algemeen geldt daarom dat standaarden op het terrein van accounting en corporate governance flexibel moeten zijn zodat kan worden ingespeeld op veranderende ondernemingspraktijken en financiële markten. In dit verband hebben de boekhoudschandalen de nadelen blootgelegd van de *rules based* accounting standaarden, zoals de *us gaap*. Hoewel naleving van gedetailleerde regels eenvoudiger is af te dwingen, zijn deze regels in toenemende mate gevoelig gebleken voor omzeiling door het gebruik van financiële innovaties. Dit geldt ook voor andere vormen van regelgeving, zoals bijvoorbeeld het toezicht op banken. Anderzijds kunnen *principles-based* standaarden tot interpretatieverschillen leiden en daardoor naleving bemoeilijken. Bij de keuze tussen de soort standaarden staat centraal in hoeverre de financiële verslaggeving, in een steeds complexere omgeving, een waarheidsgetrouw en eerlijk inzicht geeft in de financiële situatie van een bedrijf. Het vinden van een juiste balans tussen detail en flexibiliteit is hierbij cruciaal.

De snel veranderende wereld stelt tevens hoge eisen aan de transparantie die van groot belang is voor het functioneren van de financiële markten. Transparantie is echter geen functie van de hoeveelheid vrijgegeven informatie: de kwaliteit van de informatie is belangrijk. Duidelijke *disclosure* vereisten zoals die ook in het kader van het nieuwe kapitaalakkoord worden ontwikkeld, zijn gewenst. In dit licht biedt waardering en resultaatbepaling van financiële activa en passiva op basis van

actuele waarden potentiële voordelen. Waarderen tegen actuele waarde maakt risico's (beter) zichtbaar en vergroot tevens de transparantie en vergelijkbaarheid van de financiële rekeningen, maar heeft als bezwaar dat ook de beweeglijkheid van bedrijfsresultaten zichtbaarder wordt. Indien deze volatiliteit niet goed wordt uitgelegd of begrepen, zal dit negatieve vertrouwens-effecten hebben. Ook zijn betrouwbare waarderingsmethoden nog niet voldoende beschikbaar.

Gelet op de toenemende internationalisering van de economie en het toenemende grensoverschrijdende karakter van de activiteiten van veel bedrijven en financiële instellingen is internationale afstemming van standaarden en van de praktische invulling ervan geboden. Hiermee is niet per se gezegd dat op internationaal niveau identieke standaarden moeten worden nagestreefd, maar eerder dat tussen landen consistente doelstellingen en principes op hoofdpunten worden afgesproken en er voor de diverse marktparticipanten dezelfde prikkels van uitgaan. Recente inspanningen op deze terreinen zijn hoopgevend.

Ten slotte dient te worden bedacht dat hoe goed standaarden ook zijn opgesteld zij nooit volledige vrijwaring van toekomstige problemen geven. Oplettendheid en adequaat toezicht, met name op die partijen, zoals banken, die een spilfunctie in het economische systeem vervullen, blijven belangrijk.

<sup>1</sup> 'Aanbevelingen inzake Corporate Governance in Nederland', Rapport van de Commissie Corporate Governance, 1997, blz. 10.

# Meer synchrone conjunctuurbewegingen door fusies en overnames?

*De afgelopen paar jaar werd de mondiale economie gekenmerkt door een opmerkelijk synchroon conjunctuurverloop over een brede linie landen. Een belangrijke structurele oorzaak hiervan is de explosieve groei van internationale financiële stromen als gevolg van deregulering en toenemende integratie van financiële markten. Een tweede oorzaak van grotere economische afhankelijkheid van het buitenland is gelegen in de zeer sterke groei van de buitenlandse directe investeringen die wereldwijd heeft plaatsgevonden, met name door de golf van fusies en overnames in de tweede helft van de jaren negentig. Directe investeringen brengen belangrijke voordelen met zich mee – zoals kostenreducties, schaalvoordelen en overdracht van technologie – maar kunnen ook een bron van kwetsbaarheid voor buitenlandse ontwikkelingen vormen. Dit komt onder meer omdat financiële problemen van buitenlandse moedermaatschappijen nadelige gevolgen kunnen hebben voor dochtermaatschappijen (en omgekeerd) in de vorm van lagere investeringen, lagere lonen of ontslagen. Dit verschijnsel staat bekend als internationale winstdeling binnen multinationale ondernemingen (international rent sharing).*

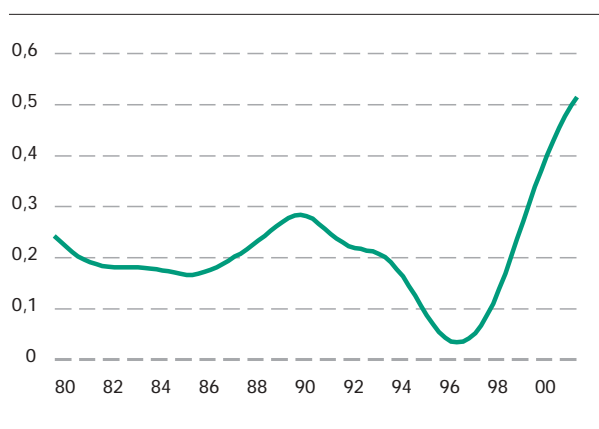
## Inleiding

In de afgelopen 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub> jaar is de wereldeconomie gekenmerkt geweest door een opvallend gelijktijdige conjuncturele neergang in de belangrijkste blokken. De verschillen in economische groei tussen de geïndustrialiseerde landen zijn in 20 jaar niet zo klein geweest. Dit blijkt ook uit de ontwikkeling in de tijd van de gemiddelde correlatie tussen de groeivoeten van zeven belangrijke industrielanden (grafiek 1). In de jaren tachtig bewoog deze correlatie zich rond 0,2, terwijl in de eerst helft van de jaren negentig een daling tot bijna nul optrad. Sindsdien is de correlatie echter scherp gestegen tot het in historisch opzicht zeer hoge niveau van 0,5.

Twee factoren zijn bepalend voor de mate waarin de verschillende conjunctuurcycli zich parallel bewegen. De eerste is het karakter van de schokken die de nationale economieën hebben getroffen. Zijn er veel of belangrijke gemeenschappelijke schokken, dan zullen economische fluctuaties een nauwe samenhang vertonen. Nationale economische ontwikkelingen zullen daarentegen uit elkaar lopen als de schokken voornamelijk land-specifiek van aard zijn. De tweede factor is de mate van verwevenheid van de economieën. Doordat landen economische relaties met elkaar onderhouden, kan een schok in het ene land worden doorgegeven aan andere landen.

De recente simultane groeivertraging weerspiegelt voor een belangrijk deel de effecten van twee gemeen-

**Grafiek 1 Gemiddelde correlatie van de economische groei op kwartaalbasis tussen 7 landen**



Toelichting: Ongewogen gemiddelde van de correlaties van de bbp-groei op kwartaalbasis voor alle mogelijke paren van Duitsland, Frankrijk, Italië, Japan, Nederland, het vk en de vs (in totaal 21 landencombinaties). De individuele correlaties zijn berekend over een voortschrijdende periode van 40 kwartalen. Bron: Jansen en Stokman (2002).

schappelijke schokken, namelijk de stijging van olie-prijzen en het wereldwijd leeglopen van de ict bubble op de aandelenbeurzen. Op dit moment is de dreiging van een oorlog met Irak een belangrijke factor. Maar veel economen en beleidsmakers hebben het gevoel dat dit niet het hele verhaal is. Ook de toegenomen onderlinge afhankelijkheid van de economieën zou significant kunnen hebben bijgedragen aan het meer gelijktijdige verloop van conjunctuurbewegingen.

### *Economische verwevenheid toegenomen*

De wederzijdse afhankelijkheid van economieën loopt via drie kanalen: de internationale handel in goederen en diensten, het internationale financiële kapitaalverkeer en de buitenlandse directe investeringen. Terwijl importen en exporten sinds 1980 een vrij stabiele groei hebben doorgemaakt, zijn bij de andere twee kanalen, met name sinds 1995, stormachtige ontwikkelingen waar te nemen. De internationale handel in financiële titels, zoals aandelen en obligaties, is explosief toegenomen. Zo hebben buitenlandse beleggers tussen januari 1998 en maart 2000 hun bezit aan Amerikaanse waardepapieren verdrievoudigd tot een bedrag dat overeenkomt met 42% van het Amerikaanse bbp. Ook is de samenhang tussen de belangrijkste aandelenmarkten in de afgelopen 20 jaar sterk toegenomen. De financiële markten hebben daarmee aan belang gewonnen als factor voor de internationale transmissie van schokken.

Ook de buitenlandse directe investeringen hebben een sterke groei doorgemaakt, met name sinds 1990. Volgens vn-statistieken bedroeg in 2000 de totale buitenlandse investeringspositie 17,5% van het wereld-bbp. In 1990 was dat nog maar 8,3%. Wereldwijd bekeken, komt tegenwoordig circa 11% van de productie voor rekening van bedrijven die in handen zijn van buitenlandse investeerders. Het is aannemelijk dat de waargenomen grotere samenhang van conjunctuurbewegingen ten dele het gevolg is van de grotere aanwezigheid van buitenlandse investeerders in vrijwel alle industrielanden. Dit artikel zet daarom eerst een aantal feiten op een rij over de ontwikkeling van de directe buitenlandse investeringen in de afgelopen 20 jaar. Daarna presenteert het bewijs voor de stelling dat intensievere directe investeringsrelaties tussen twee landen gepaard gaan met een grotere mate van synchroniteit van hun conjunctuurcycli.

## Directe investeringen

Directe investeringen zijn financiële transacties die als doel hebben een blijvend belang te verwerven in een onderneming in een ander land. Een 'blijvend' belang wil zeggen dat er sprake is van een langdurige relatie en een significante invloed van de directe investeerder op het beleid van de buitenlandse onderneming. Directe investeringen vinden vaak plaats doordat een bedrijf in het ene land (een groot deel van) het aandelenpakket verkrijgt van een onderneming in een ander land, vaak via een fusie of overname. Een aankoop van buitenlandse aandelen wordt in de betalingsbalansstatistieken als directe investering beschouwd als het verkregen belang in de buitenlandse onderneming meer dan 10% is. Ligt dit lager dan 10%, dan gaat het om een normale belegging in aandelen. Buitenlandse aandelen die via de beurs zijn aangeschaft, worden in principe als belegging geclassificeerd. In de praktijk gaat het bij directe investeringen meestal om de verwerving van meer dan helft van de uitstaande aandelen, zodat de investeerder volledige zeggenschap over de onderneming verkrijgt. Zo vertegenwoordigen minderheidsbelangen slechts 15% van de totale Amerikaanse directe investeringen in het buitenland. De directe investeringen omvatten niet alleen fusies en overnames en nieuwe investeringen, maar ook leningen en andere kapitaaloverdrachten binnen multinationale ondernemingen, en geherinvesteerde winsten.

### *Waarom investeren bedrijven in het buitenland?*

Bedrijven plegen directe investeringen in andere landen om een veelheid aan redenen. Traditionele verklaringen benadrukken de aanwezigheid van goedkope arbeid en grondstoffen en het veroveren van nieuwe markten. Daarnaast is het vestigingsklimaat van belang. Factoren die daarbij een rol spelen zijn de politieke en economische stabiliteit, het belastingregime, de kwaliteit van de fysieke infrastructuur, de flexibiliteit van de arbeidsmarkt, de kwaliteit van de beroepsbevolking en allerlei soorten regelgeving. Directe investeringen vinden soms ook plaats om handelsbarrières – zoals tariefmuren, quota's en andere beperkende voorschriften – te omzeilen (*jumping the tariff*). Zo hebben Japanse ondernemingen veel dochterbedrijven opgezet in het Verenigd Koninkrijk (vk), om van daaruit te exporteren naar andere eu-landen.

Recentere verklaringen van directe investeringen wijzen op bedrijfsspecifieke sterke punten van multinationale ondernemingen, zoals geavanceerde producten en productieprocessen, bekende merken, marketing

talent en een groot en efficiënt distributienetwerk. Dergelijke niet-materiële activa zijn meestal ondeelbaar, en zijn vaak verkregen door hoge investeringen in onderzoek en ontwikkeling. Bij directe investeringen blijven deze activa binnen de onderneming en kan op die manier geprofiteerd worden van schaalvoordelen.

Er is bewijs voor de hypothese dat de aanwezigheid van buitenlandse bedrijven een gunstige invloed uitoefent op de economie van het kapitaalimporterende land. Als door directe investeringen meer buitenlandse bedrijven in een economie actief zijn, blijkt dat ook de efficiëntie van bedrijven die in binnenlandse handen zijn ten goede te komen. Dit soort *spill-over* effecten weerspiegelt enerzijds de overdracht van nieuwe technologieën, marketing methodes en management technieken, en anderzijds de heilzame werking van meer concurrentie. Hoe groot deze effecten zijn, hangt in belangrijke mate af van het vermogen van de economie om de buitenlandse technologie te absorberen. Als het verschil in technologisch peil tussen directe investeerder en gastland groot is, hebben binnenlandse bedrijven moeite de nieuwe technologie ook toe te passen, en blijft het uitstralingseffect op de economie beperkt.

### *Enorme groei van de directe investeringen*

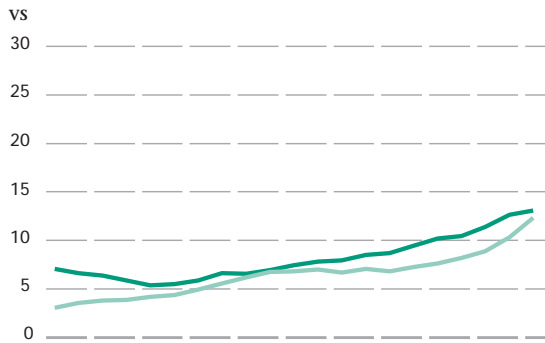
Sinds het midden van de jaren tachtig zijn in het oesogebied de directe investeringen zeer sterk toegenomen, terwijl sinds 1995 nog een opmerkelijke versnelling is waar te nemen. De achtergrond van deze ontwikkeling is de voortschrijdende liberalisatie van het internationale kapitaalverkeer, de verdere afbraak van handelsbarrières en de vooruitgang op het gebied van informatie- en communicatietechnologie. Ook het gunstige economische klimaat in de tweede helft van de jaren negentig heeft de groei van de directe investeringen bevorderd. In grafiek 2 wordt de ontwikkeling weergegeven van de (boek)waarde van het totaal aan buitenlandse directe investeringen voor Duitsland, Frankrijk, Nederland en de Verenigde Staten (vs) in de periode 1980-2000. In de statistieken wordt onderscheid gemaakt tussen inkomend kapitaal (investeringen van buitenlandse bedrijven in het gastland), dat een 'schuld' van het land vertegenwoordigt, en uitgaand kapitaal (investeringen door ingezetenen van het land in het buitenland), dat een 'bezit' is. De waarde is uitgedrukt als percentage van het bbp om een indruk te krijgen van het relatieve belang voor de (rapporterende) economie. Om de ontwikkeling van de directe investeringen in perspectief te plaatsen, bevat de grafiek ook het beloop van de invoer en de uitvoer.

In Duitsland en Frankrijk bedroeg het totaal aan

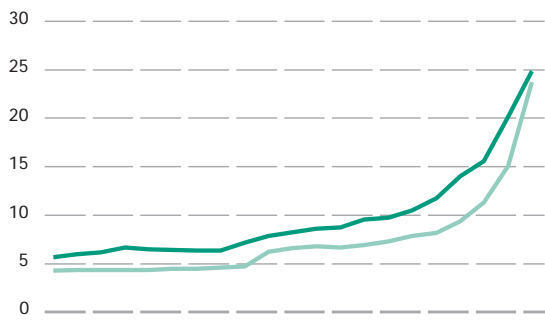
## Grafiek 2 Openheid vs, Duitsland, Frankrijk en Nederland

Procenten bbp

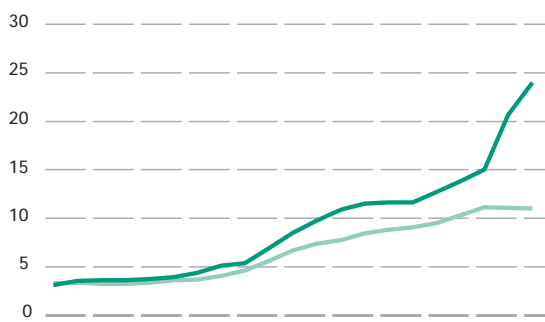
Stand directe investeringen



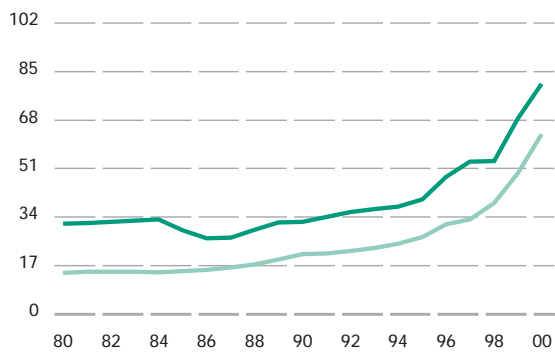
Duitsland



Frankrijk

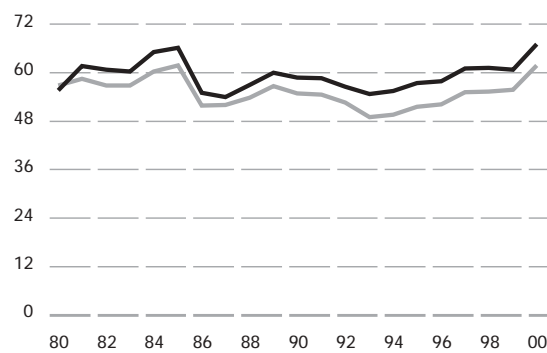
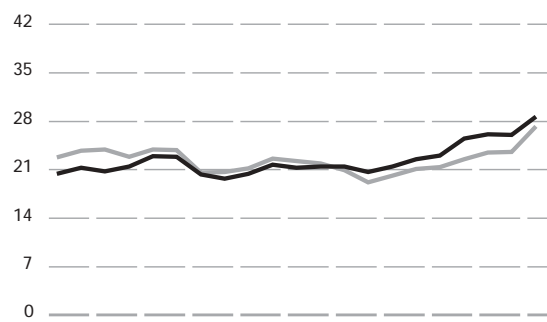
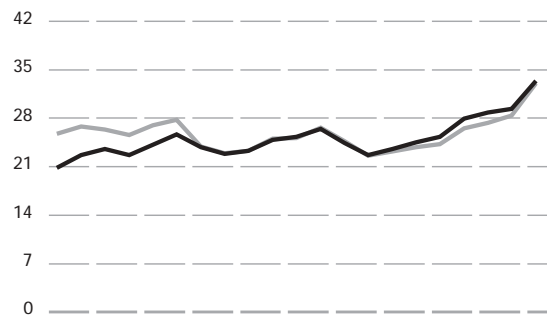
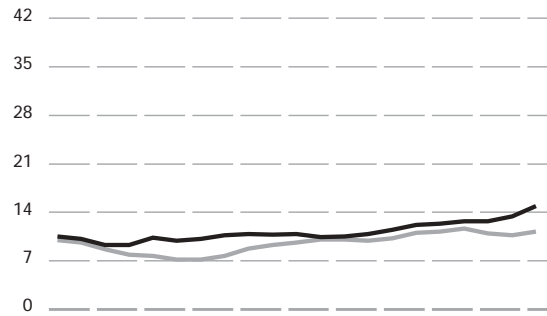


Nederland



Stand uitgaande bdi    Stand inkomende bdi

Buitenlandse handel



Export goederen en diensten    Import goederen en diensten

investeringsprojecten in het buitenland in 2000 ongeveer 25% van hun bbp, ruwweg een vervijfvoudiging in 20 jaar tijd. Voor landen die traditioneel een sterke investeringspositie hebben, zoals Nederland, Zwitserland en het vk, ligt het relatieve belang van de directe investeringen nog beduidend hoger, hoewel de groei wat minder spectaculair is geweest. De waarde van de Nederlandse directe investeringsportefeuille was eind 2000 circa 80% van het bbp, een verdrievoudiging ten opzichte van 1986. De investeringen van het Amerikaanse bedrijfsleven in de rest van de wereld beliepen ruim 13% van het bbp in 2000. Omdat de Amerikaanse economie zo groot is vergeleken met de andere economieën, valt dit getal relatief laag uit. In dollars gemeten, is de investeringspositie van de vs echter met afstand de grootste ter wereld.

Opvallend is dat in vrijwel alle landen inkomende en uitgaande investeringen een vergelijkbare ontwikkeling hebben gevolgd. De toename van de directe investeringen weerspiegelt dus vooral een proces van diversificatie – waarin landen in elkaar investeren – en veel minder een proces waarin het kapitaal maar in één richting stroomt, van kapitaalrijke naar kapitaalarme landen. Japan is de belangrijkste uitzondering op dit beeld van wereldwijde, toenemende integratie. Japanse bedrij-

ven hebben zich in de jaren negentig juist teruggetrokken uit het buitenland, terwijl buitenlandse bedrijven nog steeds nauwelijks aanwezig zijn in Japan. Ook in Italië spelen de directe investeringen een relatief ondergeschikte rol. Tenslotte geldt voor vrijwel alle landen dat de directe investeringen veel sterker zijn gegroeid dan de buitenlandse handel. Dat betekent dat de banden tussen economieën via de buitenlandse investeringen in de loop van de tijd aan betekenis hebben gewonnen ten opzichte van het traditionele kanaal van de internationale handel.

#### Wie investeert waar?

Tabel 1 laat voor eind 2000 zien in welke landen Canada, Duitsland, Nederland en de vs hun geld hebben geïnvesteerd en uit welke landen hun buitenlandse investeerders komen. Ook hier is het tweerichtingsverkeer duidelijk zichtbaar. De sterkste directe investeringsbanden zijn die tussen de vs en Canada. Tweederde van het door Canada geïmporteerde kapitaal komt uit de vs. Omgekeerd bevindt de helft van de Canadese investeringsprojecten zich in de vs. Ook binnen de Europese Unie zijn intensieve investeringsrelaties te vinden. Voor Duitsland geldt dat 33% van de inkomende investeringsportefeuille afkomstig is uit

**Tabel 1 Bilaterale investeringsposities in 2000**

Procenten totaal

	Inkomende investeringen vanuit het perspectief van:				Uitgaande investeringen vanuit het perspectief van:			
	Canada	Duitsland	Nederland	vs	Canada	Duitsland	Nederland	vs
Australië	0,5	0,0	0,2	1,7	1,3	0,6	0,8	2,7
België-Luxemburg	1,2	33,1	18,7	5,6	1,0	7,7	12,1	3,5
Canada		0,3	0,2	9,4		1,1	1,8	10,0
Duitsland	2,4		13,8	10,3	1,1		10,5	3,9
Frankrijk	9,9	7,2	5,2	10,6	1,3	5,0	6,1	3,0
Italië	0,3	1,2	0,4	0,5	0,9	3,4	1,8	1,7
Japan	2,6	1,8	3,5	13,5	1,6	1,7	0,4	4,6
Nederland	4,7	19,7		12,1	2,3	13,0		9,1
vk	7,3	7,1	15,7	17,6	10,4	10,4	10,7	18,7
vs	63,2	17,5	21,6		48,3	28,0	25,7	
Zweden	0,8	1,7	2,5	1,8	0,3	1,4	0,8	1,8
Zwitserland	2,0	4,9	4,8	5,7	1,5	3,1	4,9	4,3
Totaal	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Totaal (procenten bbp)	28,4	23,8	64,6	12,4	32,0	24,9	79,8	13,2

Bron: Jansen en Stokman (2002).

**Tabel 2 De rol van buitenlandse bedrijven in de economie**

Procenten bbp

	Aandeel in bbp van Amerikaanse bedrijven		Geschat aandeel in bbp van alle buitenlandse bedrijven	
	1989	1999	1989	1999
Australië	4,9	4,7	18,7	10,8
België-Luxemburg	5,6	5,1		
Canada	9,5	10,0	14,5	14,4
Frankrijk	2,3	2,6	12,0	15,0
Duitsland	3,0	2,9	9,3	12,0
Ierland	12,4	16,8		
Italië	1,9	2,0		
Japan	0,5	0,7	1,0	1,7
Nederland	5,8	4,5	21,4	17,7
Zweden	1,2	2,6	12,2	19,6
Zwitserland	2,9	3,3	12,3	10,3
vk	6,2	7,0	14,7	14,9
vs			4,1	5,6

Bron: Jansen en Stokman (2002).

België-Luxemburg en 20% uit Nederland. Ook Nederland investeert relatief veel in eu-landen, en omgekeerd zijn eu-landen grote investeerders in Nederland. Opvallend is dat onze belangrijkste investeringspartner de vs is, terwijl de handelsrelaties tussen Nederland en de vs niet zo intensief zijn.<sup>1</sup> Ook vanuit Amerikaans perspectief is Nederland van groter belang dan landen als Duitsland en Frankrijk. Als de grootste economie is de vs een belangrijke bron en bestemming van investeringskapitaal. De drie grootste investeerders in de vs zijn het vk, Japan en Nederland. De drie belangrijkste bestemmingen van Amerikaans kapitaal zijn het vk, Canada en Nederland.

De aanwezigheid van buitenlandse investeerders betekent dat een deel van de binnenlandse productie en werkgelegenheid voor rekening komt van bedrijven waarin buitenlanders een beslissende invloed hebben. Gegevens over het precieze aandeel van buitenlandse dochterbedrijven zijn voor de meeste landen onvolledig en schaars, behalve voor de Amerikaanse multinationale ondernemingen (tabel 2). Uit Amerikaanse statistieken blijkt dat Amerikaanse dochtermaatschappijen in sommige landen een aanzienlijk deel van de productie verzorgen. In 1999 waren Amerikaanse bedrijven verantwoordelijk voor 17% van Ierland's bbp. Voor Canada en het vk is dit cijfer 10% respectievelijk

7%. In Nederland nemen Amerikaanse bedrijven 4<sup>1/2</sup>% van het bbp voor hun rekening. In de vs zelf is de invloed van buitenlandse bedrijven nog relatief klein (5<sup>1/2</sup>% bbp). Als de Amerikaanse cijfers worden gecombineerd met gegevens over het aandeel van de vs in de totale inkomende directe investeringen, kan een ruwe schatting worden gemaakt hoeveel alle buitenlandse dochterbedrijven tezamen produceren. Dan blijkt dat in veel landen 15% van het bbp (of meer) toegerekend kan worden aan buitenlandse bedrijven (tabel 2). Omdat buitenlandse bedrijven in het algemeen een relatief hoge arbeidsproductiviteit kennen, ligt hun aandeel in de werkgelegenheid hier wat onder.

### Directe investeringen als transmissiekanaal

Het is aannemelijk dat de opkomst van de directe investeringen tot gevolg heeft gehad dat de nationale economieën gevoeliger zijn geworden voor ontwikkelingen in de rest van de wereld. Voor de meeste landen geldt dat er nu veel meer buitenlands kapitaal in hun economie aanwezig is, terwijl ze zelf ook veel meer in het buitenland hebben geïnvesteerd (grafiek 1). Zowel de inkomende als de uitgaande directe investeringen kunnen als kanaal fungeren waarlangs buiten-



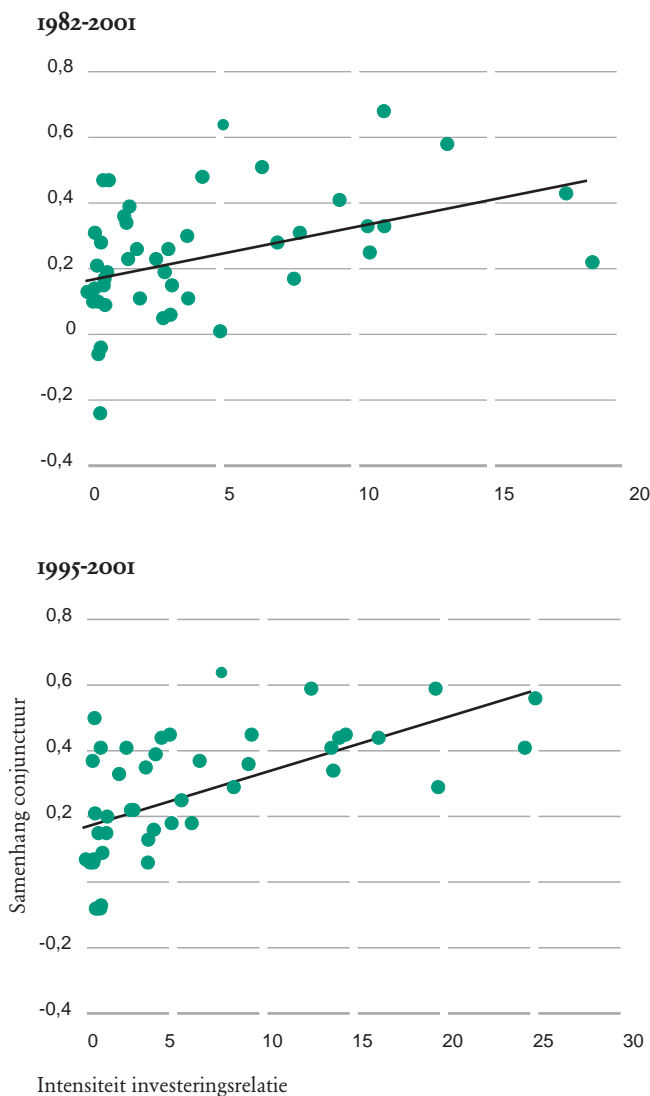
landse schokken worden doorgegeven aan de binnenlandse economie.

Aangezien de inkomende investeringspositie kapitaalimport betreft, loopt het ontvangende land altijd het risico dat de investeerders, om wat voor reden dan ook, zich terug willen trekken. Meer in het algemeen kunnen financiële problemen bij de moedermaatschappij negatieve consequenties hebben voor de lonen, de werkgelegenheid en het investeringsniveau in dochtermaatschappijen waar ook ter wereld. Dit is het gevolg van internationale winstdeling binnen multinationale ondernemingen (*international rent sharing*). Uit recent onderzoek blijkt dat de lonen en de werkgelegenheid bij dochtermaatschappijen niet alleen afhangen van lokale economische omstandigheden, maar ook van de winst op concern-niveau. Alle werknemers van een internationale onderneming delen in bepaalde mate mee als er een hogere winst voor de onderneming als geheel is. Maar dit gebeurt ook bij verliezen. Via de indirecte route van winst- en verliesdeling in multinationals kunnen problemen in bijvoorbeeld Argentinië, leiden tot bedrijfssluitingen in Denemarken of lagere bonussen in Nederland.

Ook een groter bezit aan directe investeringen in het buitenland maakt een land kwetsbaarder voor buitenlandse schokken, omdat die de financiële gezondheid van het moederbedrijf kunnen aantasten. De lagere waarde van de buitenlandse deelnemingen kan zich vertalen in een daling van de aandelenkoers van het moederbedrijf en tot problemen leiden bij het aantrekken van externe middelen, zowel op de kapitaalmarkt als bij het bankwezen. Dit kan de investeringen onder druk zetten. Bovendien kunnen de lagere beurskoersen zorgen voor een afzwakkende consumptie vanwege negatieve vermogens- en vertrouwenseffecten.

Er bestaan aanwijzingen dat de grotere samenhang van conjunctuurbewegingen verband houdt met het sterk toegenomen belang van de directe investeringen. In grafiek 3 wordt bekeken of landen die relatief intensieve directe investeringsrelaties met elkaar onderhouden, ook conjunctuurcycli hebben die relatief synchroon verlopen. Daarbij is gebruik gemaakt van de investeringsposities van Canada, Duitsland, Nederland en de vs, uitgesplitst naar 11 partnerlanden in de periode 1982-2001. De intensiteit van de directe investeringsrelatie tussen twee landen is gemeten als de gemiddelde bilaterale investeringspositie (zowel inkomend als uitgaand) als percentage van het bbp. De maatstaf voor de samenhang tussen hun conjunctuurcycli is de correlatiecoëfficiënt van de bbp-groei op kwartaalbasis. Grafiek 3 laat zien dat er een positief ver-

**Grafiek 3 Relatie tussen groeicorrelatie en directe investeringen voor 44 landenparen**



Toelichting: De beschouwde relaties zijn die tussen de Canada, Duitsland, Nederland en de vs onderling en die met acht andere landen (Australië, België, Frankrijk, Italië, Japan, het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Zwitserland). Het getoonde verband is statistisch significant. De t-waarden van de geschatte coëfficiënten zijn 2,8 en 4,5, als de onderliggende gegevens betrekking hebben op de periode 1982-2001 respectievelijk 1995-2001.  
Bron: Jansen en Stokman (2002).

band bestaat tussen nauwere verwevenheid via directe investeringsbelangen en meer gesynchroniseerde conjunctuurbewegingen. Voor de meer recente periode 1995-2001 is dit zelfs duidelijker waar te nemen. De sterke groei van de directe investeringen heeft dus met zich meegebracht dat economieën merkbaar gevoeliger zijn geworden voor economische ontwikkelingen elders in de wereld.

Internationale winstdeling lijkt één van de kanalen te zijn waarlangs directe investeringen de economie beïnvloeden. Voor een aantal landen is er bewijs dat een verbetering van de winstgevendheid in het buitenland met enige vertraging positief doorwerkt op de binnenlandse arbeidsmarkt. In België en Duitsland profiteert vooral de werkgelegenheid, terwijl in Frankrijk de lonen stijgen. Voor Nederland leiden hogere winsten in het buitenland tot zowel meer banen als hogere lonen. Omgekeerd geldt voor deze landen dat lagere winsten in het buitenland negatieve gevolgen kunnen hebben voor de investeringen, de werkgelegenheid en de lonen. Voor de vs kan een dergelijke buitenlandse invloed niet worden vastgesteld, waarschijnlijk omdat de rol van buitenlands kapitaal in de Amerikaanse economie nog steeds relatief gering is (tabel 2).

### Beleidslessen

De sterke groei van de directe investeringen en de daarmee gepaard gaande internationalisering van de productie hebben twee interessante beleidsimplicaties. Ten eerste zullen conjunctuurcycli in de toekomst een grotere neiging vertonen om synchroon te verlopen. Als gevolg van de wereldwijde, structurele toename van de directe investeringen zijn de economieën gevoeliger geworden voor buitenlandse schokken. Dit wil overigens niet zeggen dat macro-economische fluctuaties altijd een grotere samenhang zullen laten zien. Het recente verleden leert immers dat grote asymmetrische schokken, zoals de Duitse hereniging, de onderliggende opwaartse invloed van intensievere economische relaties kunnen neutraliseren (grafiek 1). Ten tweede zouden de modellen die beleidsmakers en internationale organisaties, zoals de oeso en het imf, gebruiken voor het maken van voorspellingen en analyses meer aandacht moeten schenken aan de internationalisering van de productie. In de huidige macro-econometrische modellen spelen de internationale handel en financiële prijzen de hoofdrollen als transmissiekanaal voor internationale schokken. Met *spill-overs* die verbonden zijn met directe investeringen wordt nu nog nauwelijks rekening gehouden.

### Geraadpleegde literatuur

**Bakker, A.F.P. en B.R. Chapple (2002)**, Advanced country experiences with capital account liberalization, imf Occasional Paper 214.

**Berben, R.P. en W.J. Jansen (2002)**, Comovement in international equity markets: A sectoral view, dnb Staff Report no. 83, te downloaden van [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).

**Blomström, M., S. Globerman en A. Kokko (2000)**, The determinants of host country spillovers from foreign direct investment, cepr discussion paper 2350.

**Budd, J.W., J. Konings en M.J. Slaughter (2002)**, International rent sharing in multinational firms, nber working paper 8809.

**Budd, J.W. en M.J. Slaughter (2000)**, Are profits shared across borders? Evidence on international rent sharing, nber working paper 8014.

**Capel, J.J. en W.J. Jansen (2001)**, Vermogensprijsinflatie: Analyse, gevolgen en beleidsimplicaties, Financiële en Monetaire Studies, jrg. 20 no. 1.

**Ewe-Ghee, L. (2001)**, Determinants of, and the relation between, foreign direct investment and growth, imf working paper wp/01/175

**Jansen, W.J. en A.C.J. Stokman (2002)**, The importance of multinational companies for global economic linkages, Meb-serie 2002-22/Wo-onderzoeksrapport 720, te downloaden van [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).

1 Het Nederlandse handelsverkeer (export plus import) met de vs is ongeveer 4% van het totaal.

# De toetsing van het topgirale betalingssysteem top aan de 'core principles'

*In het betalingsverkeer tussen financiële instellingen gaan enorme bedragen om. In Nederland worden dergelijke betalingen afgewikkeld in het betalingssysteem van de Bank, TOP. TOP maakt onderdeel uit van TARGET, het netwerk van betalingssystemen van de Europese centrale banken en de Europese Centrale Bank (ECB). Wekelijks verwerkt TOP betalingen ter waarde van EUR 400 miljard. Dit bedrag is bijna zo groot als het bruto binnenlands product (bbp) van Nederland in het jaar 2001. De betalingen van een bank op een drukke dag belopen al gauw het dubbele van haar eigen vermogen. Systemen waarin dit interbancaire 'topgirale' betalingsverkeer wordt verwerkt, dienen dan ook te voldoen aan de allerhoogste eisen ten aanzien van veiligheid, efficiëntie en betrouwbaarheid. Begin 2001 zijn zulke eisen in internationaal verband vastgelegd in de 'core principles' voor systeemkritische betalingssystemen. De betrokken centrale banken hebben de verantwoordelijkheid op zich genomen om ervoor te zorgen dat hun eigen systeemkritische betalingssystemen voldoen aan de core principles. Bovendien is in ESCB-verband afgesproken dat elke centrale bank een toetsing uitvoert van haar eigen betalingssysteem. Hoewel TOP ontworpen is naar de hoogste standaarden, was deze afspraak een reden om het systeem nogmaals tegen het licht te houden. Dit artikel bespreekt deze toetsing.*

*Uit de toetsing volgt dat TOP voldoet aan de standaarden die op het systeem van toepassing zijn.*

## De taak van de Bank in het betalingsverkeer

De Nederlandsche Bank heeft als taak de veilige en efficiënte inrichting te bevorderen van clearing- en settlementssystemen voor betalings- en effectenverkeer, zodat de risico's voor de financiële stabiliteit die zich in nationaal en internationaal verband kunnen voordoen tot een aanvaardbaar niveau worden teruggebracht. Mede hierom biedt de Bank in de vorm van het interbancaire topgirale betalingssysteem top zelfstandig betaaldiensten aan en oefent de Bank oversight uit op betalings- en effectenafwikkelingsystemen.<sup>1</sup> In de uitoefening van deze taak wordt aangesloten bij internationale afspraken over de standaarden waaraan afwikkelingsystemen dienen te voldoen.

## De totstandkoming van de core principles

Een belangrijke invloed op het beleid ten aanzien van het reduceren van risico's in het betalingsverkeer waren de omvangrijke problemen als gevolg van het onverhoedse faillissement van het Duitse Bankhaus Herstatt in 1974. Sindsdien is internationaal het belang onderkend van het effect dat de inrichting van betalings- en effectensystemen kan hebben op financiële stabiliteit.

Dit resulteerde in eerste instantie in standaarden waaraan bepaalde betalingssystemen moeten voldoen (de zogenoemde Lamfalussy-standaarden). Nadien vatte het besef nog meer post dat de voortgaande vervlechting van de betalings- en effecteninfrastructuur weliswaar leidt tot grotere efficiëntie en beter functionerende financiële markten, maar dat financiële problemen zich tegelijkertijd ook krachtiger en sneller kunnen verspreiden door het gehele financiële systeem. De centrale banken van de G10-landen spelen, in het *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS), een voortrekkersrol bij de formulering van 'best practices' en standaarden waaraan betalings- en effectenafwikkelingsystemen moeten voldoen. Het werk van het CPSS mondde in 2001 uit in de publicatie van de *Core Principles for Systemically Important Payment Systems* (core principles voor systeemkritische betalingssystemen).

De core principles bestaan uit tien richtlijnen voor het vergroten van de veiligheid en efficiëntie van systeemkritische betalingssystemen. De standaarden dienen als richtlijnen bij de ontwikkeling van nieuwe systeemkritische systemen, maar fungeren ook als toetsingsnormen om vast te stellen of bestaande systemen aan de eisen voldoen. De core principles zijn verplicht voor de centrale banken van de G10-landen. In box 1 worden de core principles weergegeven.

### Box 1 Core principles voor systeemkritische betalingssystemen

- i Het systeem moet in alle betrokken jurisdicties een goed gefundeerde juridische basis hebben.
- ii De regels en procedures van het systeem dienen alle deelnemers de gelegenheid te geven een duidelijk inzicht te krijgen in de invloed die het systeem heeft op de verschillende financiële risico's die zij bij deelname lopen.
- iii Het systeem moet helder gedefinieerde procedures hebben voor het beheer van kredietrisico en liquiditeitsrisico, welke duidelijk aangeven wat de respectievelijke verantwoordelijkheden zijn van de systeembeheerder en van de deelnemers en welke adequate prikkels geven voor het beheer en de beheersing van de risico's.
- iv Het systeem dient op vlotte wijze onherroepelijke afwikkeling van transacties op de valutadag mogelijk te maken, bij voorkeur gedurende de dag, maar op zijn minst aan het einde van de dag.
- v Een systeem waarin multilaterale netting plaatsvindt, dient minimaal in staat te zijn zeker te stellen dat

de transacties die gedurende de dag zijn ingebracht toch kunnen worden afgewikkeld in geval de deelnemer met de grootste afwikkelingsverplichtingen niet tot afwikkeling in staat is.

vi Waarden die voor de afwikkeling worden gebruikt dienen bij voorkeur te bestaan uit vorderingen op de centrale bank; wanneer andere waarden worden gebruikt, dienen zij weinig of geen kredietrisico en weinig of geen liquiditeitsrisico met zich te brengen.

vii Het systeem dient een hoge mate van veiligheid en operationele betrouwbaarheid te waarborgen en dient noodvoorzieningen te hebben om het dagelijkse verwerkingsproces tijdig te kunnen afronden.

viii Het systeem dient een wijze van betalen te bieden die praktisch is voor de gebruikers en efficiënt is voor de economie.

ix Het systeem dient objectieve en publieke criteria te hebben, die een open en eerlijke toegang tot het systeem bieden.

x De bestuursstructuur van het systeem moet transparant en effectief zijn en het mogelijk maken dat op adequate wijze verantwoording wordt afgelegd.

## Box 2 Verantwoordelijkheden van de centrale bank bij het toepassen van de Core Principles

- (a) De centrale bank dient haar doelstellingen op het gebied van het betalingsverkeer duidelijk te definiëren en dient haar rol en beleid ten aanzien van systeemrelevante betalingssystemen openbaar te maken.
- (b) Als de centrale bank systeemkritische betaaldiensten verzorgt, dienen deze te voldoen aan de core principles.

In het rapport worden vier verantwoordelijkheden onderscheiden van centrale banken ten aanzien van systeemkritische betalingssystemen. Deze worden weer gegeven in box 2. Centrale banken dienen er onder meer voor te zorgen dat de systeemkritische betalingssystemen die zij zelf beheren voldoen aan de core principles. Daarom heeft de Bank onderzoek gedaan naar de mate waarin top voldoet aan de core principles. Dit onderzoek is recentelijk afgerond. De werkwijze en uitkomsten van het onderzoek worden hierna behandeld.

### Aanpak toetsing

De toetsing van top vond plaats onder de oversight-verantwoordelijkheid van de Bank. Het oversight omvat ook de toetsing van externe systemen en is organisatorisch gescheiden van het operationele beheer van top. Bij de toetsing is gebruik gemaakt van de expertise van andere afdelingen van de Bank, alsmede van eerdere rapportages van vooral de Interne-accountantsdienst. Omdat de core principles zelf algemeen geformuleerde standaarden zijn die niet rechtstreeks kunnen worden gebruikt als toetsingsnormen, zijn deze standaarden eerst geconcretiseerd in toetsbare normen. Daarbij is onder meer gesteund op werk van het imf en de Wereldbank, die toetsingen van betalingssystemen uitvoeren in het kader van de zogenoemde Financial Sector Assessment Programs.

### Core principle i Juridische basis

Core principle i luidt: 'Het systeem moet in alle betrokken jurisdicties een goed gefundeerde juridische basis hebben'. Deze standaard behelst de eis dat het juridische raamwerk waarbinnen het systeem functioneert de afdwingbaarheid van de regels en procedures van het systeem dient te waarborgen. De juridische basis behoort bij te dragen aan de juridische zekerheid van het systeem.

- (c) De centrale bank dient oversight te houden op systeemkritische betalingssystemen die niet onder haar beheer vallen en zij dient in staat te zijn om dit oversight uit te voeren.
- (d) In haar beleid ten aanzien van de veiligheid en efficiëntie van betalingssystemen dient de centrale bank samen te werken met andere centrale banken en andere relevante binnenlandse en buitenlandse autoriteiten.

Het raamwerk omvat onder meer het toepasselijke recht ten aanzien van overeenkomsten, insolventie, kredietverlening en de vestiging en uitwinning van zekerheden. De aandacht van de Bank bij de toetsing van top aan core principle i was gericht op de finaliteit van betalingen in het systeem en op de uitwinbaarheid van zekerheden.

Betalingen die zijn afgewikkeld in top dienen finaal te zijn, dat wil zeggen dat ze niet meer terug te draaien zijn. In Nederland is deze eis van belang, omdat ons land de 00.00-uur regel kent waarbij een faillissement of een vergelijkbare insolventieprocedure terugwerkende kracht heeft tot het begin van de dag waarop het faillissement is uitgesproken. Op basis van deze regel zou een curator van een deelnemer aan top die failliet is, de betalingen kunnen herroepen die zijn gedaan gedurende de dag waarop het faillissement is uitgesproken. Het is zeer onwenselijk als betalingen in systeemkritische systemen worden herroepen, omdat deze betalingen door de ontvanger veelal direct worden aangewend voor de betaling aan een crediteur van de ontvanger. Het terugdraaien van een betaling zou aldus een kettingreactie van betaalproblemen kunnen oproepen, met alle gevolgen van dien voor de financiële markten. Daarom stelt de Faillissementswet de 00.00-uur regel buiten werking voor betalingen van bepaalde partijen in een aantal systeemkritische systemen. Het betalingssysteem van de Bank is ook zo'n 'aangewezen systeem'.

Het rekeningensysteem van top bestaat uit zogenoemde deelnemers, en overige rekeninghouders. Deelnemers aan top zijn voornamelijk onder toezicht staande kredietinstellingen. De categorie overige rekeninghouders is bij de Bank beperkt tot buitenlandse (niet-eu) centrale banken, supranationale instellingen en enkele andere instellingen. Qua juridische status is het verschil dat op de deelnemers de finaliteitsbepalingen in de Faillissementswet van toepassing zijn, en bij de overige rekeninghouders niet. Voor deze laatste groep treedt de Bank in top als correspondent op.

Naast de finaliteit van betalingen ging de aandacht bij de toetsing aan core principle i ook uit naar de uit-

winbaarheid van zekerheden. De Bank verleent zowel intraday als overnight krediet aan haar participanten, maar verlangt daarvoor voldoende zekerheden. Om financiële risico's voor de Bank te vermijden moet de Bank deze zekerheden kunnen uitwinnen als een deelnemer niet aan zijn verplichtingen voldoet. Tijdens de toetsing aan core principle i is vastgesteld dat de zekerheden adequaat gevestigd zijn en dat de kredietinstellingen beschikken over voldoende onderpand bij de Bank waarop de Bank zich kan verhalen als dat nodig is.

De toetsing van top aan core principle i leidt tot de conclusie dat het betalingssysteem van de Bank voldoet aan deze standaard.

### **Core principle ii Begrip van financiële risico's**

Core principle ii luidt: 'De regels en procedures van het systeem dienen alle deelnemers de gelegenheid te geven een duidelijk inzicht te krijgen in de invloed die het systeem heeft op de verscheidene financiële risico's die zij bij deelname lopen'. Dit beginsel stelt dus eisen aan de informatieverstrekking door de systeembeheerder, in casu de Bank, aan de deelnemers. De deelnemers aan top dienen de financiële risico's die samenhangen met deelname aan het betalingssysteem te kennen en te begrijpen. Core principle ii hangt sterk samen met core principle iii, dat inhoudelijke eisen stelt aan de risico-beheersingsmaatregelen van het betalingssysteem.

Vastgesteld is dat de documentatie over top voor de deelnemers een goed beeld geeft van de (resterende) financiële risico's van deelname aan het systeem. Deelnemers worden voldoende in staat gesteld om kennis te nemen van de gevolgen van deelneming aan top en deze te beheersen. Het betalingssysteem van de Bank voldoet aan core principle ii.

### **Core principle iii Beheersing van financiële risico's**

Core principle iii luidt: 'Het systeem moet helder gedefinieerde procedures hebben voor het beheer van kredietrisico en liquiditeitsrisico, welke duidelijk aangeven wat de respectievelijke verantwoordelijkheden zijn van de systeembeheerder en van de deelnemers en welke adequate prikkels geven voor het beheer en de beheersing van de risico's'. Terwijl core principle ii vereist dat de systeembeheerder de deelnemers in staat stelt om de financiële risico's van deelname te begrijpen, stelt core principle iii eisen aan de wijze waarop het kredietrisico en het liquiditeitsrisico worden beheerst.

In een betalingssysteem kunnen kredietrisico's ontstaan als betalingen niet onmiddellijk finaal afgewikkeld worden. Dit is het geval in (multilaterale) netto-betalingssystemen waarvan periodiek (bijvoorbeeld éénmaal per dag) de netto-uitkomst per deelnemer wordt afgewikkeld (zie core principle v). In een 'real time gross settlement' (rtgs)-systeem komen geen kredietrisico's tussen participanten voor doordat betalingen post voor post onherroepelijk worden afgewikkeld. top is een rtgs-systeem zodat er in het betalingssysteem geen kredietrisico's tussen participanten kunnen bestaan.

Omdat deelnemers slechts krediet kunnen krijgen van de Nederlandsche Bank indien zij over voldoende onderpand beschikken, ontstaat er in top ook geen kredietrisico voor de Bank ten opzichte van de deelnemers. De keerzijde hiervan is dat deelnemers moeten beschikken over een vordering op de Bank voordat zij betalingen kunnen doen. Dit betekent dat de deelnemers kredietrisico lopen ten opzichte van de Bank. Deze bijzondere vorm van kredietrisico van deelnemers aan een afwikkelingssysteem op de 'settlementbank' wordt settlementbankrisico genoemd. Dit risico is inherent aan een betalingssysteem en kan niet (volledig) worden gemitigeerd. In het geval van top is dit risico vrijwel afwezig omdat een centrale bank normaal gesproken niet failliet kan gaan (zie ook core principle vi).

De conclusie is dat binnen top geen kredietrisico bestaat, behalve voor de vorderingen van de deelnemers op de Bank als settlementbank. De kredietwaardigheid van de Bank is in beginsel echter onbeperkt.

Het rtgs-karakter van het betalingssysteem is een van de belangrijkste risicobeheersingsmaatregelen van top. Zoals hierboven is vermeld, betekent dit dat betalingen post voor post onherroepelijk worden afgewikkeld, zodat er in het systeem geen kredietrisico tussen deelnemers ontstaat. Dit karakter, gericht op het verminderen van kredietrisico, heeft echter een tegenovergesteld effect op het liquiditeitsrisico. Voordat een betaling in een rtgs-systeem kan worden afgewikkeld, moet de betalende partij voldoende saldo hebben. Voor een grote betaling is minimaal een even grote 'dispositieruimte' noodzakelijk. Als dit niet het geval is en ook de stroom betalingen en ontvangsten van de participanten binnen het systeem onvoldoende (of niet) plaatsvindt, kan binnen een rtgs-systeem een 'gridlock' ontstaan. Hierbij hoopt een groot gedeelte van de liquiditeit in het systeem zich op bij één of enkele deelnemers die geen betalingen (kunnen) uitvoeren, terwijl andere deelnemers door gebrek aan ontvangsten niet in staat zijn hun geplande betalingen te doen.

Om een 'gridlock' te voorkomen biedt de Bank, net

als de andere centrale banken van het Eurosysteem, deelnemers de mogelijkheid om gebruik te maken van renteloos intraday-krediet. Het kredietrisico dat in dat geval ontstaat, dekt de Bank af door krediet uitsluitend op basis van onderpand te verlenen. Betalingen die vanwege onvoldoende saldo nog niet afgewikkeld zijn, komen in de wachtrij van TOP terecht. De deelnemers en de systeembeheerder hebben de mogelijkheid om de volgorde van betaalopdrachten in deze wachtrij te wijzigen, zodat een enkele betaalopdracht die groter is dan de 'dispositieruimte' niet eveneens een groot aantal kleinere opdrachten blokkeert.

Door de feitelijke afwezigheid van kredietrisico en door de mogelijkheden om het liquiditeitsrisico te reduceren voldoet TOP aan core principle iii.

#### **Core principle iv Onmiddellijke finale settlement**

Core principle iv luidt: 'Het systeem dient op vlotte wijze onherroepelijke afwikkeling van transacties op de valutadag mogelijk te maken, bij voorkeur gedurende de dag, maar op zijn minst aan het einde van de dag'. Deze standaard eist dat de periode tussen het moment waarop een deelnemer een betaalopdracht inlegt en het moment waarop de finale afwikkeling van deze betaalopdracht volgt, zo kort mogelijk moet zijn.

Als een deelnemer over voldoende saldo beschikt, leidt een betaalopdracht in TOP onmiddellijk tot finale afwikkeling. Door zijn RTGS-karakter voldoet het betalingssysteem van de Bank dus aan core principle iv.

#### **Core principle v Settlement van multilaterale netto-systemen**

Core principle v luidt: 'Een systeem waarin multilaterale netting plaatsvindt, dient minimaal in staat te zijn zeker te stellen dat de transacties die gedurende de dag zijn ingebracht toch kunnen worden afgewikkeld in geval de deelnemer met de grootste afwikkelingsverplichtingen niet tot afwikkeling in staat is'. Eerder, bij de behandeling van core principle iii, is al opgemerkt dat binnen een netto-systeem omvangrijke vorderingen tussen deelnemers kunnen ontstaan. Als een per saldo betalende partij vervolgens niet aan zijn verplichtingen voldoet, is er te weinig geld om de ontvangende partijen volledig te betalen. Dit is een zeer onwenselijke situatie en daarom eist core principle v dat het systeem beschikt over een buffer die minstens even groot is als de positie van de grootste netto-betaler. In dat geval is het systeem

in staat om de afwikkeling ook te completeren als deze grootste netto-betaler niet aan zijn verplichtingen voldoet.

Dit core principle is niet van toepassing op TOP, omdat het betalingssysteem van de Bank geen netto-systeem is. Binnen TOP bestaat geen kredietrisico tussen deelnemers.

#### **Core principle vi Settlement assets**

Core principle vi luidt: 'Waarden die voor de afwikkeling worden gebruikt dienen bij voorkeur te bestaan uit vorderingen op de centrale bank; wanneer andere waarden worden gebruikt, dienen zij weinig of geen kredietrisico en weinig of geen liquiditeitsrisico met zich te brengen'. Bij core principle iii bleek reeds dat settlementbankrisico voor een betalingssysteem niet volledig uit te sluiten is. Deelname aan zo'n systeem betekent dat deelnemers kredietrisico op de settlementbank tot op zekere hoogte moeten accepteren. Daarom stelt core principle vi dat aan de vorderingen op de settlementbank, weinig krediet- en liquiditeitsrisico mag kleven en dat centrale-bankgeld als *settlement asset* de voorkeur geniet.

TOP voldoet aan core principle vi, omdat de afwikkeling van het betalingssysteem plaatsvindt in de boeken van de centrale bank met vorderingen op de Bank.

#### **Core principle vii Beveiliging en operationele betrouwbaarheid**

Core principle vii luidt: 'Het systeem dient een hoge mate van beveiliging en operationele betrouwbaarheid te waarborgen en dient noodvoorzieningen te hebben om het dagelijkse verwerkingsproces tijdig te kunnen afronden'. Dit beginsel richt zich op drie aspecten, te weten de beveiliging van het betalingssysteem, de betrouwbaarheid van het systeem en de aanwezigheid van plannen, procedures en voorzieningen voor noodsituaties. Het belang van dit laatste aspect is in 2001 op indringende wijze geïllustreerd door de gebeurtenissen na de aanslagen van 11 september.

De beveiligingseisen houden onder meer in dat de vertrouwelijkheid van informatie gewaarborgd moet zijn en dat de herkomst van de betaalopdrachten wordt vastgesteld. Tijdens de toetsing van TOP aan core principle vii is vastgesteld dat het betalingssysteem voldoet aan alle internationaal geaccepteerde beveiligingsstandaarden.

De operationele betrouwbaarheid van een betalingssysteem wordt vooral bepaald door de capaciteit en de beschikbaarheid van het systeem. Vastgesteld is dat de capaciteit van top ruimschoots voldoet. Bovendien meet de Bank periodiek de benutting van de aanwezige capaciteit zodat de noodzaak om de capaciteit te vergroten tijdig kan worden vastgesteld. Het betalingssysteem van de Bank heeft een lange historie met een hoge beschikbaarheid. Ter illustratie, top kende in de afgelopen twee kalenderjaren een gemiddelde beschikbaarheid van 99,84%. Tevens bestaan er voldoende waarborgen dat problemen, wanneer die zich voordoen, de beschikbaarheid van top niet noemenswaardig aantasten.

Om noodsituaties het hoofd te bieden beschikt de Bank over noodplannen en -procedures. Deze worden regelmatig getest. Daarnaast beschikt de Bank over uitwijkvoorzieningen. Zowel binnen het hoofdgebouw van de Bank als op een externe locatie op ruime afstand daarvan, beschikt de Bank over back-up hardware en software. Deze uitwijksystemen worden beide real time voorzien van de transactiegegevens, zodat het in geval van een calamiteit onmogelijk is dat gegevens verloren raken. De Bank voert periodiek uitwijktesten uit.

top voldoet aan core principle vii. Het betalingssysteem beschikt over adequate beveiliging, is betrouwbaar en beschikt over adequate, geteste noodprocedures en -voorzieningen.

### Core principle viii Efficiëntie

Core principle viii luidt: 'Het systeem dient een wijze van betalen te bieden die praktisch is voor de gebruikers en efficiënt voor de economie'. Dit core principle ziet erop toe dat bij de ontwikkeling en het gebruik van een betalingssysteem de juiste afweging plaatsvindt tussen de veiligheid en de efficiëntie van het systeem, waarbij dit laatste zowel op het niveau van de systeembeheerder kan worden gezien als meer in maatschappelijke context.

Tijdens de toetsing van top aan core principle viii is vastgesteld dat de verwerkingskosten van het systeem op adequate wijze worden vastgesteld, gevolgd en geanalyseerd. Het betalingssysteem behoort zowel tot de goedkopere als tot de meer kostendekkende systemen binnen target. Uit jaarlijkse klanttevredenheidsonderzoeken blijkt verder dat deelnemers top beschouwen als een nuttig en gebruiksvriendelijk systeem. top draagt in belangrijke mate bij aan de veilige en snelle allocatie van middelen in het eurogebied. Het betalingssysteem van de Bank voldoet aan core principle viii.

### Core principle ix Toelatingscriteria

Core principle ix luidt: 'Het systeem dient objectieve en openbare criteria te hebben, die een open en eerlijke toegang tot het systeem bieden'. Dit betekent dat criteria voor deelname dienen bij te dragen aan een veilig en efficiënt betalingsverkeer zonder onnodig concurrentiebeperkend te zijn. Tussen beide doelstellingen dient een adequate afweging plaats te vinden. Vervolgens moeten de criteria openbaar zijn.

Vastgesteld is dat top voldoet aan core principle ix omdat in beginsel alle professionele partijen in het betalingsverkeer toegelaten kunnen worden tot het topbetalingssysteem mits hun continuïteit gewaarborgd is. Deze waarborgen zijn onder meer te vinden in de eis dat deelnemers onder adequaat toezicht dienen te staan of tot de overheidssector dienen te behoren. Deze toelatingsregels zijn objectief en omdat het systeem voor alle relevante partijen toegankelijk is, ook open en eerlijk.

### Core principle x Governance

Core principle x luidt: 'De bestuursstructuur van het systeem moet transparant en effectief zijn en het mogelijk maken dat op adequate wijze verantwoording wordt afgelegd'. Dit core principle eist dat de doelstellingen van het systeem duidelijk zijn en rekening houden met de belangen van alle betrokkenen en dat het management middelen heeft om de doelstellingen te realiseren. Daarnaast dient de systeembeheerder zorg te dragen voor adequate interne beheersingsmaatregelen.

De doelstellingen van top zijn duidelijk. Het aanbieden van topgirale betaaldiensten is een vanzelfsprekende invulling van de wettelijke taken van de Nederlandsche Bank en van haar taken uit hoofde van de deelname aan het escb. De Bank heeft zich ten doel gesteld om een efficiënt en veilig betalingssysteem aan te bieden voor het hoogwaardige interbancaire betalingsverkeer. Daar de financiële stabiliteit door top alleen wordt gediend als deelnemers het betalingssysteem ook daadwerkelijk gebruiken voor hun hoogwaardige betalingen, biedt de Bank veel ruimte voor inspraak door de deelnemers. Behalve de door de Bank ingestelde overleggroepen is in dit verband noemenswaardig dat de Bank periodiek een klanttevredenheidsonderzoek verricht. De Bank heeft een adequate *governance*- en interne-beheersstructuur. Sinds enkele jaren kent het Jaarverslag van de Bank ook een apart hoofdstuk over *Corporate Governance*. Hiermee kan geconcludeerd worden dat top voldoet aan Core Principle x.



## Conclusie

*In internationaal verband zijn, onder meer met bijdragen van de Bank, standaarden ontwikkeld waaraan systeemkritische betalingssystemen moeten voldoen, de core principles voor systeemkritische betalingssystemen. De Bank biedt zelf systeemkritische betaaldiensten aan in de vorm van het TOP-betalingssysteem en TOP dient te voldoen aan de core principles. Om vast te stellen of dit het geval is, heeft de Bank het systeem getoetst. De uitkomst van deze toetsing is dat TOP voldoet aan de negen core principles die van toepassing zijn op het systeem. Core principle v geldt alleen voor netto-systemen en is niet van toepassing op TOP.*

<sup>1</sup> Over de uitoefening van haar oversighttaak heeft de Bank onlangs een brochure uitgebracht. Deze is verkrijgbaar via [info@dnb.nl](mailto:info@dnb.nl).



# Betere prijsmeting door hedonische prijscorrectie

*Het belang van een zuivere prijsmeting is groot. Zowel beleidsmakers als consumenten en producenten baseren hun beslissingen mede op door statistische bureaus beschikbaar gestelde prijsinformatie. Toch is bekend dat inflatiemeting is behept met onnauwkeurigheden. In 1996 concludeerde de commissie-Boskin in haar rapport dat de Amerikaanse consumentenprijsindex (CPI) met 1,1 procentpunt werd overschat. Meer recent berekende de Bundesbank dat het volume van het bruto binnenlands product (bbp) in Duitsland met iets minder dan een kwart procentpunt werd onderschat vanwege de prijsmetingsproblematiek. Er bestaan diverse methoden om meetonnauwkeurigheden te corrigeren. In dit artikel wordt er één uitgelicht die in Nederland nog niet wordt gebruikt, de zogenoemde hedonische methode.*

## Zuivere prijsmeting

Een zuivere prijsmeting is van groot belang voor het goed functioneren van een economie. Het gaat hierbij om consumentenprijzen, maar ook om bijvoorbeeld producentenprijzen en de prijsindex van de binnenlandse productie. Iedereen heeft baat bij een zuivere prijsmeting. Consumenten willen hun koopkrachtontwikkeling kunnen beoordelen en ondernemers willen prijsontwikkelingen in de eigen branche kunnen afzetten tegen de toename van het algemene prijsniveau. Daarnaast zijn prijsindices belangrijk voor het vormen van inflatieverwachtingen, worden ze gebruikt voor indexatieclausules in private contracten en vormen ze de basis voor pensioenindexeringen. Ook in de economische beleidsvoorbereiding spelen prijsmaatstaven een belangrijke rol. Prijsontwikkelingen verschaffen inzicht in de concurrentiepositie van het Nederlandse bedrijfsleven en een goede prijsmeting is tevens onontbeerlijk voor cao-onderhandelaars bij het bepalen van de loonruimte. Ten slotte – maar niet in de laatste plaats – spelen prijsontwikkelingen de hoofdrol in de prijsstabiliteitsdoelstelling van het Europees Stelsel van Centrale Banken. Deze is immers geformuleerd als een consumentenprijsstijging van ten hoogste twee procent op de middellange termijn. Ook voor een centrale bank is het daarom van groot belang dat de inflatie zuiver wordt gemeten.

Prijsreeksen worden ook gebruikt voor de constructie van volumereeksen door bijvoorbeeld de gemeten waardecijfers te corrigeren voor de prijsindex van de producentenprijzen. Aangezien prijsreeksen worden toegepast bij de constructie van volumecijfers, is het belang van een zuivere prijsmeting tevens relevant voor een juiste meting van volumereeksen.

### *De ideale prijsindex*

Een ideale cpi is een gewogen gemiddelde van de prijzen van door consumenten aangeschafte producten. Het gewicht dat elk product in de prijsindex krijgt, wordt bepaald door de uitgaven van consumenten aan dat product. De prijsindex vormt idealiter een maatstaf voor de kosten van het levensonderhoud, die zowel informatie bevat over de prijzen in de economie als over het koopgedrag van consumenten. Dit betekent onder andere dat de productgewichten in de index automatisch worden aangepast aan veranderingen in prijzen. Consumenten reageren, indien de prijs van een product omhoog gaat, daarop immers normaliter door minder van het product te kopen en het te vervangen door een alternatief. Door deze substitutie nemen de

kosten van levensonderhoud – en daarmee idealiter de prijsindex – minder toe dan de prijsstijging van het ene product suggereert. Een ander gevolg is dat een prijsverhoging niet leidt tot een stijging van de prijsindex indien deze volledig voortvloeit uit een kwaliteitsverbetering.

Hiermee is een statistisch ideaal geschetst. Berekening van een dergelijke ideale index voor alle consumenten is om diverse redenen echter in de praktijk onuitvoerbaar. Een voor de hand liggende reden zijn de begrensde middelen van statistische bureaus, waardoor in de praktijk niet alle uitgaven van consumenten kunnen worden opgenomen in de index. Verder is het ondoenlijk om recht te doen aan de verschillen tussen consumenten. De verschillende voorkeuren van consumenten betekenen immers strikt genomen dat voor iedere consument een eigen index moet worden gemaakt. In de praktijk wordt daarom een prijsindex berekend, de cpi, die de kosten van een representatief geacht consumptiepakket meet. De afwijking van de ideale index veroorzaakt onvermijdbare meetfouten.

De in de inleiding aangehaalde senaatscommissie-Boskin heeft in 1996 beredeneerd dat de Amerikaanse cpi, nog afgezien van bovenstaande onvermijdbare fouten, in totaal met 1,1 procentpunt opwaarts was vertekend. In 1998 liet een studie voor Duitsland een vergelijkbare vertekening van de Duitse cpi zien, zo'n driekwart procent, wat overigens relatief veel is in relatie tot de vertekening van het Duitse bbp-niveau. Vooralsnog is geen schatting van de vertekening van de geharmoniseerde index van consumentenprijzen, de hicp, van het eurogebied beschikbaar.

De in bovengenoemde studies geïdentificeerde fouten hebben deels te maken met de wijze waarop de prijsgegevens worden verzameld. Er bleken voornamelijk traditionele verkoopkanalen in de steekproef te zijn opgenomen, terwijl bestedingen die werden gedaan via nieuw ontwikkelde verkoopkanalen, zoals *discount stores*, geen onderdeel uitmaakten van de steekproef. Hierdoor ontstaan meetfouten, omdat het prijsniveau en de prijsontwikkeling in de nieuwe verkoopkanalen kunnen verschillen van die in traditionele kanalen. Afgezien van dit soort praktische fouten in de meetmethode, waarop hier niet nader wordt ingegaan, stelden bovengenoemde studies meeton nauwkeurigheden vast die verband houden met de eerder genoemde substitutiemogelijkheden, de invoering van nieuwe producten en kwaliteitsveranderingen van bestaande producten. Deze worden hieronder nader besproken.

*Vertekening door substitutie*

Voor de berekening van de cpi wordt uitgegaan van een vast goederenpakket, dat het kooppatroon van de representatieve consument weergeeft. Een dergelijke index heeft als nadeel dat geen rekening wordt gehouden met de mogelijkheid dat consumenten reageren op relatieve prijsveranderingen door te substitueren. Een forse prijsstijging van bijvoorbeeld roomboter leidt – naast een lagere vraag naar roomboter – tot een hogere vraag naar roombotersubstituten, zoals margarine. In een index met een vast goederenpakket houdt roomboter evenwel hetzelfde (nu dus te hoge) gewicht, waardoor de prijsstijging ervan te zwaar meetelt in de index. De feitelijke kosten van het levensonderhoud zijn dus wel gestegen (oftewel de koopkracht is gedaald), maar minder dan wordt gemeten door de prijsindex met vaste gewichten. Meer in het algemeen krijgen producten met een relatief sterke prijsstijging een te hoog gewicht in de index en producten met een relatief lage prijsstijging een te laag gewicht.

*Nieuwe producten*

Door de continue invoering van nieuwe goederen en diensten in de consumentenmarkt zal het mandje waaruit de cpi bestaat nooit volledig actueel zijn. Dit zorgt voor een vertekening van de index. Enerzijds voorzien nieuwe producten in een behoefte en daarmee zorgen ze voor een verhoging van de levensstandaard. Anderzijds wordt door te late opnemings in de prijsindex de initiële prijsdynamiek van de producten gemist. Aangezien producten in het begin van de productcyclus veelal relatief snel in prijs dalen, leidt dit in het algemeen tot een overschatting van de gemeten prijsmutatie. Het belang van het snel(-ler) opnemen van nieuwe producten in de prijsindex is overigens recent door het Centraal Bureau voor de Statistiek (cbs) onderkend en opgepakt. Met ingang van dit jaar wordt het consumptiemandje jaarlijks aangepast, terwijl dat voorheen slechts eens in de vijf jaar gebeurde. Dit laatste had tot gevolg dat tot eind 2002 nog werd uitgegaan van het bestedingspatroon uit 1995 en allerlei producten die sindsdien zijn doorgedrongen in de samenleving, zoals mobiele telefonie, sms-diensten, (breedband) internet en dvd-spelers tot die tijd een te laag gewicht in de cpi kregen. Een tekenend voorbeeld is het gewicht van communicatie, waaronder tegenwoordig ook internetdiensten en mobiele telefoondiensten zijn opgenomen, dat sinds de aanpassing vrijwel verdubbeld is tot 3,6%. De verhoogde frequentie van basisverleggen zorgt er eveneens voor dat de vertekening door substitutie vermindert. Immers, verschuivende aankooppatronen

komen nu gemiddeld genomen eerder tot uitdrukking in de index dan voorheen.

Hoewel de verandering van systematiek een verbetering is, lost zij de vertekening door de invoering van nieuwe producten niet geheel op. Enerzijds komt dit omdat de initiële verhoging van de levensstandaard door de invoering van een nieuw product niet kan worden opgenomen in de index, anderzijds is het consumptiepatroon nog altijd niet zeer actueel. Er is nu overgegaan op een consumptiepatroon uit 2000. Het duurt zodoende nog altijd meer dan twee jaar voordat een wijziging wordt opgenomen.

**Kwaliteitsveranderingen**

De inflatiemeting volgt producten van jaar op jaar en vergelijkt de prijzen van deze producten in de tijd. De prijsstijging van producten die niet in kwaliteit veranderen kan relatief eenvoudig worden gemeten door de huidige prijs ervan te vergelijken met de prijs een jaar eerder. In de praktijk blijft echter een groot deel van het productassortiment kwalitatief niet constant, maar verandert in de loop van de tijd. De mode verandert bijvoorbeeld periodiek, oude modellen wasmachines worden opgevolgd door nieuwe en de kwaliteit en gebruiksmogelijkheden van moderne elektronica en computers nemen in de tijd toe. Omdat verouderde productmodellen veelal snel uit de handel worden genomen (via de uitverkoop of met behulp van kortingen), wordt het meten van de inflatie bemoeilijkt. Immers, als een product uit het assortiment is genomen, kan geen prijs meer worden waargenomen (het product kan niet meer 'gematched' worden met de waarneming van een jaar eerder) en moet een alternatieve methode worden gevonden om de prijsmutatie van deze goederen en diensten te berekenen. Er bestaan verschillende methoden om voor kwaliteitsveranderingen te corrigeren. Voor sommige kwaliteitsveranderingen is het relatief eenvoudig te corrigeren. De verandering van de verpakking van melk, van bijvoorbeeld 1 liter pakken naar 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub> liter pakken, kan zonder ingewikkelde methoden worden gecorrigeerd door in plaats van pakken, liters melk te meten. Een tweede voorbeeld betreft producten met nieuwe producteigenschappen, welke eerder alleen als optie beschikbaar waren. Hierbij kan worden gedacht aan een auto, die nu standaard is voorzien van airconditioning, terwijl deze voorheen alleen tegen meerprijs beschikbaar was. De meeste statistische bureaus, waaronder het cbs, berekenen in dat geval de kwaliteitsstijging door de prijs van de auto

inclusief airconditioning te vergelijken met de prijs die de auto een jaar eerder had inclusief de airconditioning-optie. Hoewel deze methoden vaak effectief kunnen worden ingezet, zijn ze niet algemeen toepasbaar en kunnen ze meetfouten met zich brengen. Bekende voorbeelden van productcategorieën waar deze methoden moeilijker toepasbaar zijn, zijn computers en andere ict-apparatuur, die normaliter na een jaar niet meer in de schappen van de winkels zijn terug te vinden en waarvan het aantal veranderende eigenschappen groot is.

Het probleem van de kwaliteitscorrectie in de cpi wordt door vrijwel alle studies als de grootste bron van meeton nauwkeurigheden in de cpi aangewezen. In een studie van de Duitse cpi wordt zo'n tweederde van de vertekening (0,5 procentpunt) toegeschreven aan onvolledige kwaliteitscorrectie. Het eerder aangehaalde rapport van de commissie-Boskin komt tot de conclusie dat voor de Verenigde Staten (vs) meer dan de helft (0,6 procentpunt) van de vertekening wordt veroorzaakt door onnauwkeurige of onvolledige kwaliteitscorrecties (overigens inclusief de vertekening als gevolg van de invoering van nieuwe producten). Gefundeerde schattingen voor de geharmoniseerde index van consumentenprijzen, de hicp, van het eurogebied alsmede van de Nederlandse cpi ontbreken helaas, maar er lijkt op voorhand geen reden te zijn om aan te nemen dat de kwaliteitscorrectie van deze indices significant beter is dan die in de hierboven genoemde landen.

#### *Hedonische prijsmeting*

Eén van de voorstellen van de commissie-Boskin om de vertekening van de cpi te verminderen, is om het gebruik van zogenoemde 'hedonische' methoden uit te breiden. De auteurs van dat rapport schatten dat op relatief korte termijn een derde van de hierboven genoemde vertekening door kwaliteitsveranderingen en nieuwe producten (0,2 procentpunt van de jaarlijkse inflatie) kan worden gecorrigeerd door intensiever

gebruik te maken van deze techniek. Merk op dat de verbeteringen op lange termijn groter kunnen zijn en in de vs al in de uitgangssituatie gebruik werd gemaakt van hedonische technieken. De lange termijn verbetering die in andere landen te realiseren is, is daardoor waarschijnlijk aanzienlijk groter.

Hoewel de interesse in hedonische prijsmeting relatief recent is, zijn de grondbeginselen al in de eerste helft van de vorige eeuw gelegd door Waugh (1928) en Court (1939). De eerste maakte voor het eerst gebruik van kwaliteitsmaatstaven voor het verklaren van de prijzen van groenten, terwijl de laatste de nu gangbare terminologie invoerde (zie box).

De hedonische methode veronderstelt dat de totale waarde van een bepaald product kan worden benaderd door waarden toe te kennen aan relevante karakteristieken van dat product. Voor een computer zijn dit bijvoorbeeld de snelheid van de processor, de omvang en snelheid van de harde schijf, de hoeveelheid geheugen, aanwezigheid van een dvd-brander etc. Aan de hand van gegevens over prijzen van computers en scores op bovenstaande karakteristieken, kan een gemiddelde waarde worden berekend per MegaHertz processor-snelheid en per Megabyte geheugen. Hiermee is het mogelijk om de prijs van een nieuwe, meer geavanceerde computer te corrigeren voor de verbeteringen in de componenten en zo voor de verbetering in kwaliteit. Het deel van de prijsontwikkeling dat niet is toe te schrijven aan een hogere kwaliteit is de hedonisch gecorrigeerde prijsmutatie.

De doorbraak van de methode in de economische wetenschap vindt plaats via artikelen van Griliches (1961) en Chow (1967), die de prijsontwikkelingen van respectievelijk auto's en computers onderzoeken. Het duurt evenwel tot midden jaren tachtig voordat de methode zeer geleidelijk praktische toepassing vindt bij de statistische bureaus.

Nog altijd wordt de hedonische methode voornamelijk in de vs toegepast, waar al voor bijna 20% van

### **Box Het begrip hedonis(tis)che prijsmeting**

Hedonisme is de leer dat zinnelijk genot het richtsnoer van het menselijk handelen hoort te zijn en het hoogste goed is. De betekenis waarin het woord in de economische wetenschap wordt gebruikt, is daaraan niet geheel gelijk, maar wel ervan afgeleid. Court (1939) trachtte een index te maken van de 'hedonische inhoud' van productkarakteristieken van verschillende typen en modellen auto's. In die zin is het een poging om het nut dat

het product voor de consument oplevert, de zinneprikkeling van een product, te schatten. Het minder beladen alternatief 'karakteristieken-benadering' is nooit in zwang geraakt. Overigens is het bijvoeglijke naamwoord van hedonisme 'hedonistisch' en niet 'hedonisch', maar is het gebruik van het laatste – waarschijnlijk als onjuiste vertaling van het Engelse 'hedonic' – zodanig ingeburgerd dat in dit artikel is gekozen om dit gebruik over te nemen.

de totale bestedingen gebruik wordt gemaakt van hedonisch berekende prijsindices. Het Europese continent steekt daar vooralsnog schril bij af. Slechts in enkele landen wordt er – zeer beperkt – gebruik gemaakt van de methode. In Zweden wordt de hedonische methode toegepast op computers (cpi en producentenprijzen), kleding (cpi) en woonhuizen (bouwindex). In Frankrijk wordt hedonische prijsmeting gebruikt in de cpi voor boeken, vaatwassers, kleding (gedeeltelijk), en op huren van woonhuizen. Het gebruik in de producentenprijsindex beperkt zich in Frankrijk tot computers en printers. Sinds juni 2002 past ook Duitsland hedonische prijsmeting toe in de prijsindex. Vooralsnog betreft dit alleen de prijs van pc's in de cpi, maar de planning is vanaf 2004 ook voor de producenten-, export- en importprijzen van computerapparatuur over te stappen op hedonische methoden. Later in dat jaar volgen hedonische correcties voor televisies en wasmachines in de cpi.

Deze correcties die door enkele landen van de Europese Unie worden doorgevoerd, hebben ook gevolgen voor de Europese geharmoniseerde prijsindex, de hicp. Van Duitsland is bekend dat de hedonisch gecorrigeerde reeksen van de nationale cpi ook worden gebruikt in de constructie van de Duitse hicp, die onderdeel uitmaakt van de hicp van het eurogebied. Het gevolg is dat voor enkele productgroepen verschillende methoden door elkaar worden gebruikt in deze voor het Europese monetair beleid relevante inflatie-maatstaf.

De hedonische methode heeft enkele – vooral praktische – nadelen. De belangrijkste is dat een schatting moet worden gemaakt welke producteigenschappen relevant zijn voor de waarde van het product. Hiervoor is het nodig te bepalen welke aspecten van een product bepalend zijn voor de kwaliteit. Hoewel in sommige gevallen de keuze van producteigenschappen relatief eenvoudig is, zoals bij bijvoorbeeld televisies, printers en in mindere mate computers, zijn er diverse producten waarvan de keuze van producteigenschappen verre van evident is, zoals bijvoorbeeld bij mode-gevoelige artikelen. Met betrekking tot de keuze van de relevante producteigenschappen is internationale harmonisatie cruciaal teneinde de cijfers internationaal vergelijkbaar te maken.

Het tweede probleem van hedonische prijsmeting is vooral kostengerelateerd. De methode vereist de beschikbaarheid van veel meer gegevens dan de meeste reeds gebruikte methoden voor kwaliteitscorrectie. Voor een hedonisch gecorrigeerde prijs is het niet langer voldoende om de prijs van een artikel te registreren,

maar zijn tevens tijdreeksen nodig van de prijzen van relevante producteigenschappen. Hierdoor, maar ook doordat de methode zelf tijdintensief is, zijn de kosten van het gebruik van hedonische methoden relatief hoog. Dit betekent echter nog niet dat de kosten prohibitief hoog zijn. Het maatschappelijke belang van een zuivere prijsmeting van de cpi is immers groot en de hedonische methode kan voor een aantal categorieën, zoals ict-hardware, waarschijnlijk een forse bijdrage leveren aan het verbeteren van de prijsmeting.

Hoewel in discussies over hedonische prijsmeting in het algemeen wordt gesproken over kwaliteitsverbeteringen die, indien ze onvoldoende worden onderkend, leiden tot een overschatting van de prijsindex, leidt de invoering van hedonische methoden zeker niet altijd tot een lagere prijsindex. Een voorbeeld is recent onderzoek naar wasmachineprijzen in het Verenigd Koninkrijk, waaruit wordt geconcludeerd dat de prijsontwikkeling in de bestaande praktijk juist systematisch wordt onderschat, omdat de kwaliteitsverbetering wordt overgecorrigeerd.

### Kwaliteitscorrecties en nationale aggregaten

De aandacht voor een goede kwaliteitscorrectie blijft – buiten de statistische bureaus – in het algemeen beperkt tot de cpi. Het probleem is echter breder en raakt, zoals eerder gesteld, ook volumegrootheden. Dit kan worden geïllustreerd aan de hand van de productie en het verbruik van en de investeringen in ict-goederen en diensten. Een groot deel van de ict-goederen en diensten is niet bestemd voor de uiteindelijke consumptie, maar wordt als intermediair goed verbruikt of als investering afgenomen door bedrijven en de overheid. Vertekeningen die zich voordoen in de cpi, als gevolg van onnauwkeurigheden in kwaliteitscorrectiemethoden, komen daarom eveneens voor in de industriële prijsreeksen en het waargenomen investeringsvolume. Het is zelfs aannemelijk dat de problematiek in deze reeksen aanmerkelijk groter is dan in de cpi. In de afgelopen jaren is het aandeel van ict-investeringen in de totale investeringen in Nederland opgelopen tot zo'n 10% van alle investeringen in vaste activa. Ter vergelijking, het gewicht van computers in de cpi bedraagt slechts zo'n 0,6%. Omdat de prijsreeksen van de industriële productie worden gebruikt bij het construeren van macro-economische aggregaten zoals investeringen in vaste activa en het bbp, hebben de genoemde problemen met de kwaliteitscorrectie eveneens gevolgen voor deze grootheden. De ontwikkeling van de ict-

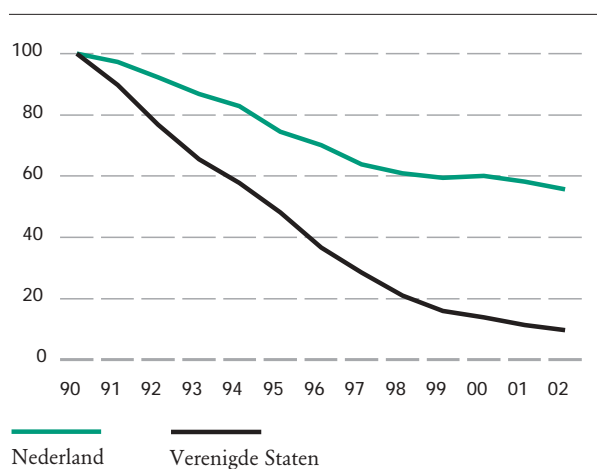
hardwareprijzen biedt een eerste indicatie van deze problematiek. In grafiek 1 is het (impliciete) prijsbeloop van de ict-hardware investeringen weergegeven voor Nederland en de vs.

Opvallend is dat de prijsontwikkeling in beide landen een sterk divergerend patroon (grafiek 1) laat zien, met de grootste prijsdynamiek in de vs en relatief beperkte variatie in de Nederlandse cijfers. Over de periode 1990-2002 is de prijsindex van ict-hardware investeringen in Nederland cumulatief gedaald met 44%, terwijl de vergelijkbare index in de vs terugliep met 90%. Indien deze cijfers een correcte weergave van de prijsontwikkeling zouden geven, zou dit betekenen dat bij identieke prijzen in 1990 het prijsniveau van ict-hardware investeringen in Nederland in 2002 een factor vijf hoger zou hebben gelegen als in de vs. Aangezien deze producten intensief internationaal worden verhandeld, is het vrijwel uitgesloten dat dergelijke prijsverschillen zouden kunnen blijven bestaan. In de afgelopen jaren is overeenstemming ontstaan over de conclusie dat dergelijke internationale verschillen hoofdzakelijk het gevolg zijn van verschillen in meetmethodiek. Met de constatering dat er forse internationale verschillen bestaan is nog niet bepaald hoe de meeton nauwkeurigheden zijn verdeeld tussen de landen. Gezien echter de nadrukkelijke aandacht die kwaliteitscorrecties krijgen in de vs, is het aannemelijk dat de Amerikaanse cijfers nauwkeuriger zijn dan de cijfers die in Europese landen worden geconstrueerd.

Er kunnen twee methoden worden gehanteerd om

**Grafiek 1 Impliciete deflator investeringen ict-hardware**

Niveau, 1990 = 100



Bronnen: nipa, cbs.

Toelichting: Cijfer Nederland 2002 op basis van eerste drie kwartalen.

tot een schatting van de vertekening van volumegrootheden te komen, te weten een optelling vanuit de nationale bestedingscomponenten (bestedingsbenadering) en een schatting vanuit de productiestructuur (productiebenadering). In beide gevallen worden doorgaans Amerikaanse deflatoren als uitgangspunt genomen, waarbij wordt verondersteld dat deze de prijsontwikkeling van ict-producten accurater beschrijven dan de reeksen die door Europese nationale statistische bureaus zijn geconstrueerd.

De eerste benadering, vanuit de nationale bestedingen, is relatief grofmazig en veronderstelt dat bestedingscomponenten kunnen worden gecorrigeerd voor de onnauwkeurigheden in de gemeten prijsontwikkeling. Gezien de grote ict-component in de investeringen in vaste activa, is de vertekening van deze bestedingscategorie waarschijnlijk het grootst (zie grafiek 1). Hoewel de investeringen als bestedingscomponent ongeveer een vijfde van het totale bbp uitmaken is het niet aannemelijk dat het bbp naar evenredigheid wordt onderschat. Een aanzienlijk deel van de (vertekende) ict-investeringen wordt namelijk niet geproduceerd in het eigen land, maar geïmporteerd. Deze grote invoercomponent betekent dat de importen eveneens moeten worden gecorrigeerd. Aangezien importen in de nationale bestedingsidentiteit zijn opgenomen met een negatief teken, leidt een kwaliteitscorrectie op dit deel van de importen tot het grotendeels (maar niet volledig) neutraliseren van het effect van de investeringscorrectie op het bbp. Hoewel gedetailleerd cijfermateriaal van de ict-componenten in andere bestedingscategorieën ontbreekt, geldt voor de vertekening van die componenten eveneens dat zij grotendeels worden geneutraliseerd door een evenredige invoercomponent. Het gevolg is dat de toepassing van hedonische prijsmeting in de nationale rekeningen naar verwachting wel – waarschijnlijk aanzienlijke – vertekeningen in enkele bestedingscomponenten laat zien, maar dat dit niet leidt tot forse aanpassingen van het uiteindelijk gemeten bbp-volume. Recent onderzoek van de Bundesbank bevestigt dit beeld voor Duitsland. Op basis van bovenstaande benadering wordt de onderschatting van het Duitse bbp-niveau in de periode 1996-1999 beoordeeld op een kleine kwart procentpunt.

De tweede benadering om de gevoeligheid van het bbp voor de vertekening van ict-prijzen te berekenen is vanuit de productiestructuur. Deze aanpak is recent door de ecb gevolgd. Hierbij wordt voor vier landen in het eurogebied (Duitsland, Frankrijk, Italië en Finland), samen goed voor zo'n driekwart van het bbp, berekend wat de gevolgen zijn als de bestaande prijsreeksen van



de ict-productie worden vervangen door de Amerikaanse – hedonisch gecorrigeerde – prijsindex. Uit dit onderzoek blijkt dat de hogere productie van de ict-industrie op zich een invloed op het bbp-niveau van 0,15% heeft. De oorzaak van dit lage cijfer is de beperkte omvang van de ict-producerende sector in drie van de vier genoemde landen.

De totale vertekening van het bbp is evenwel nog kleiner, omdat er eveneens rekening moet worden gehouden met het gegeven dat een deel van de ict-productie wordt gebruikt als intermediair verbruik door andere sectoren in de economie. De vertekening van de productie van de ict-producerende industrie betekent dat ook het intermediaire verbruik van deze producten is onderschat. Deze correctie van het verbruik van bedrijven verderop in de bedrijfskolom neutraliseert op geaggregeerd niveau de bijstellingen in de ict-producerende industrie ten dele. Uit het genoemde onderzoek van de ecb blijkt dat na deze correctie het bbp-niveau gemiddeld 0,06% wordt onderschat in de vier genoemde landen.

### *Samenvatting en conclusies*

*Een zuivere prijsmeting is van belang voor alle deelnemers aan het economische proces. De afwijkingen van de gemeten prijsindices ten opzichte van het theoretische ideaal zorgen voor onnauwkeurigheden in de prijsmeting. Het grootste probleem binnen de meting van de CPI is de correctie voor veranderingen in de kwaliteit van producten. Door de snelle technologische verbeteringen, betreft dit met name ICT-producten. Een methode om dergelijke kwaliteitscorrecties uit te voeren in de CPI en in andere economische prijsreeksen, is hedonische prijsmeting. Deze methode geniet veel aanzien in voornamelijk de VS, waar het gebruik ervan de laatste jaren fors is gegroeid. Op dit moment wordt een vijfde van de macro-economische statistieken gecorrigeerd met een hedonisch gecorrigeerde prijsreeks. Het gebruik in Europa loopt fors achter bij dat in de VS. Slechts enkele landen hanteren de techniek, al is wel een duidelijk opgaande lijn te zien in het gebruik. De problematiek van de kwaliteitscorrectie van technisch geavanceerde producten is breder dan alleen de CPI. Hoewel de gevolgen voor de gemeten totale productie naar verwachting beperkt blijven, kan wel degelijk de uitsplitsing van de bronnen van de groei worden beïnvloed door een betere meetmethode, hetgeen gevolgen heeft voor de interpretatie van deze cijfers.*

*In Nederland wordt nog hoegenaamd geen gebruik gemaakt van hedonische kwaliteitscorrectie. Wel wordt*

*intensief onderzoek gedaan naar de toepassing van nieuwe kwaliteitscorrectiemethoden, waaronder de hedonische methode. Gezien het belang van zuivere prijsmeting en de ontwikkelingen in de landen om ons heen, is deze onderzoeksinzet toe te juichen.*

### **Geraadpleegde literatuur**

**Boskin et al (1996)**, Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living: Final Report to the Senate Finance Committee, Advisory Committee to Study the Consumer Price Index.

**Deutsche Bundesbank**, Monatsberichte mei 2001 en mei 2002.

**Court, A.T. (1939)**, Hedonic Price Indexes. With Automotive Examples, General Motors Corporation (ed.): The dynamics of Automobile Demand, New York, ny: General Motors Corporation, p. 99-117.

**Europese Centrale Bank (2001)** Maandbericht, september.

**Folkertsma, C. (1998)**, De vertekening van de prijsindex, esb 6 maart, p. 189-191.

**Hofmann, J. (1998)**, Probleme der Inflationsmessung in Deutschland, Diskussionspapier 1/98, Deutsche Bundesbank.

**Hoffmann J. (1999)**, Problems of Inflation Measurement in Germany: an Update, Eurostat Conference on the Measurement of Inflation, Cardiff (uk), september 1999.

**Silver & Heravi (2002)**, A failure in the measurement of inflation : results from a hedonic and matched experiment using scanner data, Working paper series 144, Europese Centrale Bank.

**Triplett, Jack E. (1999)**, Should then Cost-of-Living Index Provide the Conceptual Framework for a Consumer Price Index?, Ottawa Group, augustus.

**Turvey R. (1999)** True Cost of Living Indexes, International Working Group on price Indices, Reykjavik, Iceland, augustus.

**Wynne, Mark A. & Rodriguez-Palenzuela, D. (2001)**, Measurement bias in the h1cp: What do we now, and what do we need to know?, cepr/ecb workshop on the Issues in the Measurement of Price Indices, november.



# Overzicht verschenen artikelen 1999-2003

## Juni 1999

- Ontwikkelingen bankbiljetten- en muntenverkeer
- De monetaire beleidsstrategie van het Eurosysteem
- Scenario's voor de Europese economie: een analyse met euromon
- De Nederlandse economie in 1999-2001: een voorspelling met morkmon

## September 1999

- De Nederlandse huizen- en hypotheekmarkt: een risico-analyse
- Consumentenzaken
- Overheid en inflatie in de emu: de opbouw van de Nederlandse inflatie
- Transparantie in het internationale financiële stelsel: een overzicht
- Budgettair beleid en rente-ontwikkelingen in het eurogebied: scenario's volgens het meerlandenmodel euromon

## December 1999

- Dwangsom en bestuurlijke boete
- Het juridische en economische kader voor de wisselkoers van de euro
- Betekenis Europese kapitaalmarkt voor de financiering van bedrijven
- Betrokkenheid dnb bij effectenafwikkelingsystemen in Nederland
- De Nederlandse economie in 1999-2001: een voorspelling met morkmon

## Maart 2000

- De rol van een nationale centrale bank in het ene Europese monetaire beleid
- De betekenis van financiële structuur voor monetaire transmissie in Europa
- Risico-analyse: het nieuwe instrument voor Toezicht
- Het onderzoek van dnb naar de transparantie in het Nederlandse betalingsverkeer
- De Goudlokkje-economie van de Verenigde Staten in vergelijking met Europa: een analyse met euromon
- Onderzoek dnb naar de bancaire kredietverlening

## Juni 2000

- Het Nederlandse publiek geplost over gebruik hypothecair krediet
- Werkloosheid en arbeidsreserve in Nederland

- Invoering van de euro in het chartale betalingsverkeer
- De Nederlandse economie in 2000-2002: een voorspelling met morkmon

## September 2000

- Oververhitting in Nederland?
- Elektronisch bankieren: enkele trends en de gevolgen voor banken en het toezicht
- Demografie en de overheidsfinanciën op lange termijn
- Output gap en toekomstige inflatie in internationaal perspectief
- Integriteitstoezicht

## December 2000 – Themanummer financiële stabiliteit

- dnb: hoedster financiële stabiliteit
- Recente ontwikkelingen
- Vermogensprijsinflatie op de aandelen- en huizenmarkten: risico's en beleidsimplicaties
- Globalisering noopt tot onderhoud internationale financiële architectuur
- Valutacrisis in opkomende economieën: zijn ze voorspelbaar?
- De Nederlandse economie in 2000-2002: een voorspelling met morkmon

## Maart 2001

- Bankwezen op schema met euro-invoering
- Economische convergentie en monetair beleid in kandidaat-lidstaten
- Op weg naar een nieuw Bazels kapitaalakkoord
- Vergelijking van het Federal Reserve System met het escb als monetaire beleidsinstelling
- Een nieuw aanpak voor de risico's in het valutaverkeer
- De rol van het begrotingsbeleid binnen de emu: een simulatie met euromon

## Juni 2001

- Risico aanzienlijke prijsstijgingen door euroconversie lijkt beperkt
- Toezicht op grote, complexe financiële instellingen in Europa
- Arbeidsmobiliteit in het eurogebied
- De Nederlandse economie in 2001-2003: een voorspelling met morkmon

### September 2001

- De Europese economische beleidscoördinatie nader belicht
- Op weg naar e-day, de chartale omwisseling
- De Financiële Bijsluiter: stand van zaken
- Vijf voor twaalf: voorbereidingen e-day in volle gang

### December 2001

- Crisisberaad op en na 11 september
- Gulden lessen
- Nieuwe economie: mystiek of werkelijkheid?
- De Nederlandse economie in 2001-2003: een voorspelling met **morkmon**

### Maart 2002

- Rondom e-day: de euro-invoering
- Vormgeving van het financiële toezicht
- Wat begrijpen we van wisselkoersen?
- Soepele overgang op de euro, hogere prijzen?

### Juni 2002

- Vermogensbeheer Nederlandse gezinnen onder de loep
- Tariefstructuren en infrastructuur in het Nederlandse massale betalingsverkeer
- Een mogelijke Europese agenda voor structurele hervormingen
- Regulatory Impact Analysis als nieuw instrument voor de Bank
- De Nederlandse economie in 2002-2004: een voorspelling met **morkmon**

### September 2002

- Beursklimaat beïnvloedt vooral dure segment huizenmarkt
- De rol van nationale centrale banken binnen het Europees Stelsel van Centrale Banken: het voorbeeld van de Nederlandsche Bank
- Wanneer aan de euro
- Tachtig jaar exportkredietverzekering

### December 2002

- Waken over het bankwezen: een terugblik op 50 jaar Wtk
- Een normale conjuncturele neergang in Nederland?
- Verschillende economieën, dezelfde conjunctuurbeweging?
- De Nederlandse economie in 2002-2004: een voorspelling met **morkmon**

### Maart 2003

- Immigratie vanuit historisch en economisch perspectief
- De noodzaak van transparante financiële verslaglegging en goed bestuur
- Meer synchrone conjunctuurbewegingen door fusies en overnames?
- De toetsing van het topgirale betalingssysteem top aan de 'core principles'
- Betere prijsmeting door hedonische prijscorrectie

# Publicaties



# Occasional Studies

*Occasional Studies* verschijnen sinds 2003. Het doel van deze publicatie is inzicht te verschaffen in beleidsmatige en analytische vraagstukken op voor de Bank 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 Internet-pagina van de Bank, <http://www.dnb.nl>. In het eerste kwartaal van 2003 zijn er twee *Occasional Studies* verschenen waarvan hieronder een samenvatting volgt.

*Keywords:* Financial supervision, financial integration, cross-sector diversification, international diversification.

*JEL codes:* G21, G22, G28.

## **No. 1 Requirements for successful currency regimes: The Dutch and Thai experiences**

**Robert-Paul Berben, Jan Marc Berk,  
Ekniti Nitihanprapas, Kanit Sangsuphan,  
Pisit Puapan and Piyaporn Sodsriwiboon**

This study is part of the Kobe Research Project. It documents the exchange rate policies and the financial liberalisation processes of both the Netherlands and Thailand over the past decades. In view of these experiences and of the academic literature, the study seeks to identify requirements for successful currency regimes, in particular requirements for exchange rate stability. Furthermore, it provides some general lessons with respect to regional monetary co-operation in Asia.

*Keywords:* Regional co-operation, Asia.

*JEL code:* F33.

## **No. 2 The Blurring of Distinctions between Financial Sectors: Fact or Fiction?**

**Annemarie van der Zwet**

This paper measures the ‘blurring of distinctions’ phenomenon in an innovative way, namely by means of a breakdown of the revenues of the 50 largest financial groups worldwide. These data show that the blurring of distinctions between financial intermediaries of different nationalities (i.e. international blurring) is clearly more important than the blurring of distinctions between different types of financial intermediaries (i.e. cross-sector blurring). At the same time, there are many initiatives on a national level to cope with the cross-sector blurring of distinctions, whereas so far relatively little initiatives have been taken to respond to the international blurring of distinctions.





*DNB Staff Reports* verschijnen sinds 1996. Het doel van deze publicatie is de verspreiding van onderzoek dat verricht is door medewerkers van de Bank. Een overzicht van de Reports kan worden gevonden op de Internet-pagina van de Bank, <http://www.dnb.nl>. In het eerste kwartaal van 2003 zijn er acht Staff Reports verschenen waarvan hieronder een samenvatting volgt.

## No. 94 The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility

Maurice Obstfeld, Jay C. Shambaugh and  
Alan M. Taylor

Recently, the political economy of macroeconomic policy choice has increasingly been guided by the simple prescriptions of the classic trilemma. For example, policymakers often speak of the hollowing out of exchange rate regimes in a world of unstoppable capital mobility; and policy autonomy and a fixed nominal anchor present an unpleasant dichotomy for emerging markets beset by the fear of floating. Yet the trilemma is not an uncontroversial maxim, and its empirical foundations deserve greater attention. Some authors (e.g., Calvo and Reinhart 2001, 2002) have argued that under the modern float there could be limited policy autonomy given the rapid international transmission of interest rate shocks; others (e.g., Bordo and Flandreau 2003) that even under the classical gold standard there actually was considerable policy autonomy given the gold point spread and the use of gold devices and other tricks. Such arguments turn the trilemma on its head. Resolving this debate is ultimately an empirical matter, where the broadest span of data should be scrutinized. Using new techniques to study the coherence of international interest rates at high frequency, in conjunction with an examination of capital mobility policies and a data-based classification of exchange rate regimes, we look at the empirical content of the trilemma based on consistent data over 130+ years. On the whole, the predictions of this influential adage are borne out by history.

## No. 95 Financial Globalization and Monetary Policy

Helmut Wagner and Wolfram Berger

Recently, it has often been argued that globalization eases the job of central banks as it helps to tame inflation. This is used to argue that central banks (particularly the ecb, referring to the objectives as laid down in the eu-Treaty) could or should reduce their efforts in the fight against inflation in favour of supporting the general economic policies of the governments. This paper is concerned critically with this argument. It points to the structural changes associated with globalization and to the corresponding increase in uncertainty by which the central banks are affected. As an example of this, the increase in financial volatility is analysed and explained as the result of optimal portfolio allocation, and its implications for monetary policy are discussed.

*Keywords:* Globalization, inflation, volatility, capital flows, forecast error, asset prices, monetary policy.

*JEL codes:* F32, F34, G15, E52, E58.

## No. 96 Fancy a stay at the 'Hotel California'? Foreign Direct Investment, Taxation and Exit Costs

Holger Görg

This paper looks at the trade off between investment incentives and exit costs for the location of foreign direct investment (fdi). This issue does not appear to have been tackled in much detail in the literature. The analysis considers the effect of profit taxation (as a measure of investment incentives) and an index of hiring and firing costs (proxying exit costs) on the location of us outward fdi in 33 host countries. The results suggest that us fdi, in particular in manufacturing is negatively affected by the level of profit taxation and exit costs. Hence, if countries want to attract fdi it may not suffice that incentives are provided in order to ease the entry of multinationals. Instead, it also appears to be important that exit costs are at a level attractive to multinationals. In other words, multinationals may not check into an attractive looking *Hotel California* type host country if it is difficult to leave.

*Keywords:* Foreign direct investment, exit costs, firing costs, investment incentives, taxation.

*JEL codes:* F23, H25, J65.

## No. 97 Global vs. Local Competition

Patrick Legros and Konrad Stahl

We analyze the impact of increased outside opportunities brought to consumers by improved access to a global market on local market performance under monopoly vs. oligopoly. If consumers choose once where to buy, we show that under all forms of organizing the local market, increased competition from the global market will locally crowd out variety. The effect on prices is much less clear. While increased global competition yields a price reduction under monopoly, prices may increase under oligopoly. We check the robustness of these results in various extensions and draw consequences on competition and industrial policies.

*Keywords:* Global competition, Monopoly, Oligopoly, Search, Retail Trade.

*JEL codes:* D83, L12, L13, L81.

## No. 98 Long-Term Global Market Correlations

William N. Goetzmann, Lingfeng Li and K. Geert Rouwenhorst

In this paper we examine the correlation structure of the major world equity markets over 150 years. We find that correlations vary considerably through time and are highest during periods of economic and financial integration such as the late 19<sup>th</sup> and 20<sup>th</sup> centuries. Our analysis suggests that the diversification benefits to global investing are not constant, and that they are currently low compared to the rest of capital market history. We decompose the diversification benefits into two parts: a component that is due to variation in the average correlation across markets, and a component that is due to the variation in the investment opportunity set. There are periods, like the last two decades, in which the opportunity set expands dramatically, and the benefits to diversification are driven primarily by the existence of marginal markets. For other periods, such as the two decades following World War II, risk reduction is due to low correlations among the major national markets. From this, we infer that periods of globalization have both benefits and drawbacks for international investors. They expand the opportunity set, but diversification relies increasingly on investment in emerging markets.

*JEL codes:* G10, G15.

## No. 99 The Importance of Multinational Companies for Global Economic Linkages

W. Jos Jansen and Ad C.J. Stokman

We investigate to what extent the expansion of fdi and the internationalization of production can be related to the recent phenomenon of more synchronized business cycles. We first focus on the relationship between bilateral fdi positions and cross-country output correlations in the period 1982-2001. We find that countries that have comparatively intensive fdi relations exhibit a greater degree of output comovement, and that this positive association seems to become stronger over time. We then present evidence that international rent sharing might be an important aspect of global economic linkages. German, French, Belgian and Dutch labour markets are significantly affected by profits of foreign-based multinationals, with employment being more sensitive than wages. By contrast, us and uk labour market conditions do not, or hardly, react to changes in foreign profitability.

*Keywords:* Foreign direct investment, rent sharing, international linkages, spillovers.

*JEL codes:* E32, F21, J23, J31.

## No. 100 Globalisation and Market Structure

J. Peter Neary

This paper reviews some puzzling economic aspects of globalisation and argues that they cannot be satisfactorily addressed in perfectly or monopolistically competitive models. Drawing on recent work, a model of oligopoly in general equilibrium is sketched. The model ensures theoretical consistency by assuming that firms are large in their own markets but small in the economy as a whole, and ensures tractability by assuming quadratic preferences defined over a continuum of goods. Applications considered include the effects of trade liberalisation on industrial structure, on cross-border merger waves, and on the distribution of income between skilled and unskilled workers.

*Keywords:* Cross-border mergers, GOLE (General Oligopolistic Equilibrium), market integration, trade and wages, trade liberalisation.

*JEL codes:* D50, L13, F12.

---

## No. 101 Is Wealth Increasingly Driving Consumption?

Tamim Bayoumi and Hali Edison

This paper estimates the wealth effect on consumption of both equity and housing wealth, using data across 16 industrial countries differentiated by type of financial system and examining trends in these wealth effects over time. The three main conclusions are found and their policy implications discussed: that the impact of a \$1 increase in housing wealth on consumption is higher than the equivalent increase in equity wealth; countries with market-based financial systems have larger effects from changes in equity wealth than those with bank-based financial systems; and that the size of the wealth effects appears to be rising over time, probably reflecting financial deregulation.

*Keywords:* Wealth effects, household wealth, consumption, stock ownership, housing.

*JEL codes:* E20, E44.