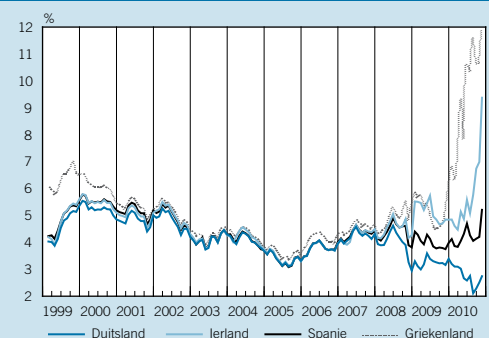


Marktdiscipline voor overheden

Een van de gevolgen van de introductie van de euro is een aanzienlijke daling van rentetarieven in veel eurozone-landen (figuur). De resulterende convergentie van rentetarieven op overheidsschulden heeft evenwel de disciplinerende werking van financiële markten verzwakt. De noodzaak voor een reddingsoperatie voor Ierland toont aan dat ondanks het bestaan van de Maastricht-criteria en de *no bailout*-clausule in het Verdrag van Lissabon, die overheidstekorten zouden moeten beperken, overheden financieringsproblemen kunnen ondervinden indien zij genoodzaakt zijn de opgebouwde schulden in de private sector over te nemen. De afgelopen maanden hebben uitgewezen dat hiermee de eurozone als geheel kan worden bedreigd. Met het opzetten van de tijdelijke *European Financial Stability Facility* is deze dreiging voorlopig afgewend, maar er bestaat momenteel nog geen permanent reddingsmechanisme voor overheden. De huidige voorstellen voor een dergelijk mechanisme komen voort uit de wens om moreel risico bij de overheid te voorkomen door obligatiehouders door middel van bijvoorbeeld kortingen mee te laten betalen bij reddingsacties in de toekomst. Het in obligatieovereenkomsten opnemen van de mogelijkheid van wanbetaling van de overheid en de rol van de private sector daarin kan echter ongewenste gevolgen hebben. In de eerste plaats wordt hiermee een duaal systeem gecreëerd tussen huidige obligaties zonder en toekomstige obligaties met de mogelijkheid tot schuldherschikking, wat aanleiding kan geven tot fricties op obligatiemarkten. In de tweede plaats nodigt het opnemen van de mogelijkheid tot wanbetaling uit tot speculatieve aanvallen op overheden met relatief zwakke financiën, waarbij de hogere rentelasten een uiteindelijke schuldherschikking juist in de hand werken. Maar een nog belangrijker bezwaar is dat hiermee de premisse van de

overheid als beste debiteur wordt verlaten. Deze premisse is de steunpilaar van het rentegebouw in het financiële systeem. Het in twijfel trekken van de overheid als beste debiteur heeft dan ook vergaande gevolgen. Het is waarschijnlijk dat uiteindelijk een hogere premie voor deze risico's zal worden geëist. Het vervangen van de rol van solidariteit binnen de monetaire unie door een bijdrage van de markt heeft dan ook een hoge prijs.

Tienjaars kapitaalmarktrente eurolanden (in procenten).



Bron: FDA

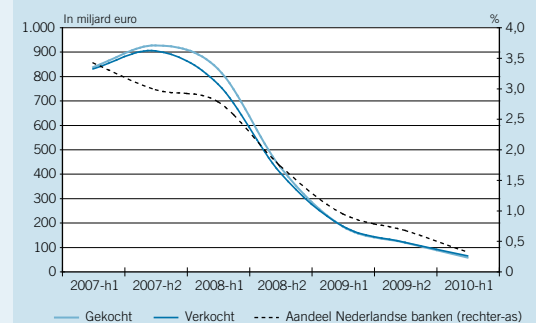
Monetaire zaken

CDS-markt sterk teruggelopen

Sinds het uitbreken van de financieel-economische crisis in 2008 is de nominale waarde van door Nederlandse banken gekochte en verkochte *credit default swaps* (CDS'en) sterk teruggelopen. Met een CDS kan een marktpartij zich beschermen tegen kredietrisico zoals het in gebreke blijven van een debiteur of een verlaging van de rating van een onderliggende partij. Wereldwijd had de markt voor dergelijke derivaten in de aanloop naar de economische crisis nog een enorme vlucht genomen en was de omvang in sommige jaren bijna verdubbeld. Nederlandse banken speelden op de CDS-markt een belangrijke rol, niet alleen als verkoper van CDS'en, eind 2007 voor meer dan 900 miljard euro, maar voor een vergelijkbaar bedrag ook als koper. Dit kan erop duiden dat banken bij het aantrekken van kredietrisico dit risico hebben herverzekerd door zelf bescherming te kopen. De betreffende bedragen vertegenwoordigden eind 2007 ongeveer 3% van de wereldwijde markt (figuur). Met het uitbreken van de economische crisis echter is de CDS-markt sterk gekrompen. Met name door de groeiende onzekerheid op de financiële markten werd het moeilijker om kredietrisico's te kopen of te verkopen. Tussen medio 2008 en medio 2010 is wereldwijd de nominale waarde van door banken gekochte en verkochte CDS'en met ongeveer 35% afgenomen. De Nederlandse bankensector liet een nog veel grotere daling zien van meer dan 90%, waardoor het marktaandeel zakte naar ongeveer 0,3%. Voor een deel weerspiegelde dat waarschijnlijk de ontmanteling van de zakelijke kant van ABN AMRO, maar het kwam ook door het sterk teruglopen van de activiteit op de markt voor securitisaties na het uitbreken van de economische crisis, een markt waar traditioneel veel CDS'en voor worden afgesloten. Nederlandse banken waren op deze markt oververtegenwoordigd doordat er relatief veel hypotheek werden gesecuritiseerd. Het aandeel van Nederlandse banken op de wereldwijde

TIJMEN SWANK (DE NEDERLANDSCHE BANK)

Nominale waarde van door Nederlandse banken gekochte en verkochte CDS en procentueel aandeel in wereldmarkt.

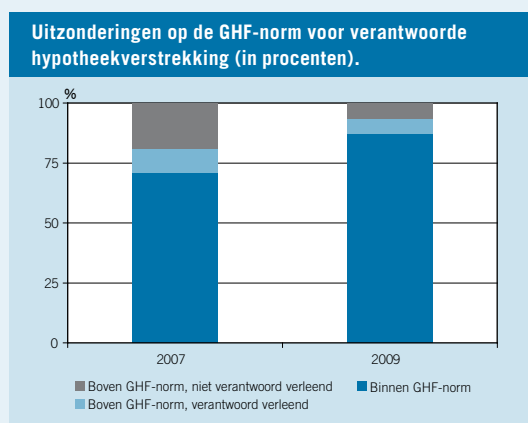


Bron: DNB

CDS-markt liep daardoor verder terug. Medio 2010 had ongeveer de helft, 47%, van de door Nederlandse banken gekochte en verkochte CDS'en een rating van de onderliggende waarde van A tot BBB, zogenaamde *lower investment grades*. Ook CDS'en met een rating lager dan BB, *below investment grade*, vormden medio 2010 een aanzienlijk deel, 42%, van de gekochte en verkochte CDS'en.

Ontwikkelingen in risico's bij hypotheekverstrekking

Voor verantwoorde hypotheekverstrekking bestaat er een Gedragscode Hypothecaire Financieringen (GHF). De GHF-norm is het maximaal te lenen hypotheekbedrag op basis van inkomen. Voor de norm geldt *comply or explain*, ofwel pas-toe-of-leg-uit. Afwijken van de norm in een hypotheekadvies is mogelijk, mits goed onderbouwd.



Bron: AFM, *Stand van de hypotheekadviespraktijk in Nederland 2010*

In 2007 waren drie op de tien verstrekte hypotheek een *explain* (figuur). In 2009 was het aantal uitzonderingen gedaald naar 13%. De onderbouwing van de uitzonderingen is verbeterd: in 2007 was een derde van de kredieten verantwoord verleend, in 2009 was ongeveer de helft van de hypotheekadviezen boven de GHF-norm voldoende onderbouwd. Het risico op onverantwoorde woonlasten lijkt dus minder geworden. Een ander potentieel risico is de restschuld aan het eind van de looptijd van een aflossingsvrije hypotheek. Bijna zes van de tien sluiters van een hele of gedeeltelijk aflossingsvrije hypotheek weten dat er met hun hypotheek kans op een restschuld is aan het eind van de looptijd. Eind 2008 wist slechts 44% van hen dit. Elementaire kennis over hun hypotheek ontbreekt dus. Een aanzienlijk deel van de consumenten met deze veelgesloten hypotheekvorm kan dan ook aan het eind van de looptijd voor verrassingen komen te staan. Een andere mogelijke verrassing aan het eind van de looptijd is dat sinds 2001 de hypotheekrente maximaal 30 jaar aftrekbaar is. Bij herfinanciering kunnen hierdoor de netto lasten aanzienlijk stijgen. Van de ruim 4.500 consumenten die op www.checkjehypotheekgesprek.nl hun hypotheekadviesgesprek hebben geëvalueerd, geeft ruim driekwart aan dat hun adviseur de maximale duur van de renteaftrek met hen besproken heeft. Voor starters is dit zelfs 86%, voor over-sluiters is deze fiscale regel in twee derde van de gevallen aan de orde geweest. Het potentiële probleem dat de netto woonlasten na 30 jaar fors kunnen stijgen wordt in veel, maar niet alle, gevallen dus onderkend. Al met al beseft een aanzienlijk deel van de hypotheekbezitters niet welke risico's ze op langere termijn lopen. De kans is dan ook klein dat ze nu al werken aan oplossingen voor toekomstige problemen.

Belangrijkste redenen voor uitval, in procenten.

	Havo/vwo	Vmbo	Mbo-bol	Mbo-bbl	Totaal
Verkeerde opleidingskeuze	19,4	14,8	33,1	27,5	27,0
Gezondheid	27,7	28,5	17,5	14,0	20,1
Arbeidsmarkt	7,7	6,6	17,3	23,1	15,2
Problemen op school	3,2	16,8	9,3	14,4	11,3
Persoonlijke problemen	7,7	12,5	7,7	5,6	8,2
Opleiding te zwaar	16,8	7,0	3,2	4,5	5,5
Zorgtaken	2,0	0,8	5,0	3,4	3,5
Verhuizing	3,3	4,7	0,9	0,0	1,7
Andere reden	12,2	8,2	6,1	7,7	7,4

Bron: ROA, *SIS 2009*

Redenen voor voortijdig schoolverlaten

Door een gebrekkige integratie van voortijdige schoolverlaters op de arbeidsmarkt ontstaan hoge private en maatschappelijke kosten. Een voorbeeld hiervan is de hogere werkloosheid onder voortijdige schoolverlaters. Uit een eind 2009 uitgevoerde meting (tabel) bleek dat drie redenen naar voren komen die elk door ongeveer één op de vijf voortijdige schoolverlaters van groot belang werden geacht bij het besluit om te stoppen met school: een verkeerde opleidingskeuze, de geestelijke en fysieke

gezondheid en de aantrekkingskracht van de arbeidsmarkt. Er zijn echter een aantal belangrijke verschillen naar onderwijssoort. Hoewel een verkeerde opleidingskeuze bij alle onderwijssoorten tot de top drie behoort, is dit alleen bij de beroepsopleidende leerweg van het mbo (mbo-bol) en de beroepsbegeleidende leerweg van het mbo (mbo-bbl) de belangrijkste reden. Aangezien een verkeerde opleidingskeuze zowel ex-ante door goede voorlichting als ex-post door begeleiding bij het zoeken naar een beter passende opleiding beïnvloed kan worden, is zeker hier nog veel te winnen. Daarnaast speelt vooral bij de jongeren afkomstig van het mbo-bbl de aantrekkingskracht van de arbeidsmarkt een grote rol. Wat hier aan de hand lijkt te zijn, is dat men het wel fijn vindt om te werken, maar geen zin heeft om dit met leren te combineren. Een aanbod om voor 100% te gaan werken zal dan ook snel aantrekkelijk zijn.

Bij havo/vwo en vmbo is de geestelijke en fysieke gezondheid verreweg de belangrijkste reden, en speelt de aantrekkingskracht van de arbeidsmarkt slechts bij een klein aandeel voortijdige schoolverlaters een rol van betekenis. Aangezien deze reden veel minder eenvoudig door het onderwijs is te beïnvloeden, is het verder terugdringen van het aantal voortijdige schoolverlaters in het havo/vwo en het vmbo dan ook aan striktere limieten gebonden. Tot slot is te zien dat de zwaarte van de opleiding bij veel havisten en vwo'ers een probleem was, terwijl veel vmbo'ers aangaven dat ze problemen op school, zij het met leraren of de schoolleiding dan wel met medeleerlingen, hadden.