

# DNB

*magazine*

Een uitgave van de Nederlandsche Bank

A photograph showing the back of a man with thinning grey hair, wearing a dark suit jacket, walking away on a red carpet. The setting appears to be a grand, dimly lit interior space, possibly a lobby or a hallway, with ornate architectural details and a large chandelier visible in the background.

**Afscheid van  
de minister**

## Inhoud

### 3 Redactioneel

### 4 Afscheid van de minister

Gerrit Zalm blikt terug op samenwerking met DNB

### 9 Rijker dan ooit, maar ook meer risico's

Onderzoek vermogensbeheer Nederlandse gezinnen

### 14 Bankgeheimen: Eigen munt

### 15 Te jong om op zijn lauweren te rusten

Interview met Nobelprijswinnaar Robert Merton

### 19 Reisverslag

In de voetsporen van president Van den Berg

### 23 Eurovisie: Wat is prijsstabiliteit?

### 24 Financiële stabiliteit in opkomende economieën hoog op beleidsagenda

### 28 Berndsen-commentaar: De overschotnorm

### 30 Hoe controleert DNB zichzelf?

Interne-accountantsdienst: brede aanpak van risico's

### 33 Kunstpodium

Inez van Lamsweerde

### 34 DNB Research Seminars

### 36 Betalingssysteem TARGET krijgt andere opzet

Druk internationaal betalingsverkeer roept om harmonisatie

### 38 Informatie

## Colofon

DNB *magazine* is een uitgave van De Nederlandsche Bank N.V. Het is een productie van de Afdeling Communicatie en informatie en verschijnt zes keer per jaar.

#### *Redactie-adres*

DNB *magazine*  
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam  
Westeinde 1, 1017 ZN Amsterdam  
Telefoon 020-5241910/3361  
Fax 020-5242228  
E-mail: [magazine@dnb.nl](mailto:magazine@dnb.nl)  
Internet: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)

#### *Hoofdredactie*

Joyce Albers,  
Benno van der Zaag

#### *Aan dit nummer werkten mee*

Ron Berndsen, Jacqueline van Breugel, Hetty Bruinse, Clement van de Coevering, Marlies Dijkstra, Alexander Haje, David Hofman, Harmen Keiser, Jaap Koning, John van de Meent, Harrie de Poot, Olaf Sleijpen, Mark Teunissen, Rutger Vahl, Marc de Vor, Jan Rutger van Zwet.

#### *Illustraties*

Herman Focke, Paul Zeijlemaker

#### *Vormgeving en druk*

Fd-Reproductie

#### *Abonnementen*

Een abonnement op DNB *magazine* is gratis en uitsluitend schriftelijk aan te vragen. Adreswijzigingen en opzeggingen eveneens schriftelijk opgeven.

#### *Abonnementenadministratie*

DNB *magazine*  
Antwoordnummer 2670  
1000 PA Amsterdam  
E-mail: [magazine@dnb.nl](mailto:magazine@dnb.nl)

Artikelen uit DNB *magazine* mogen **niet** zonder toestemming van de redactie worden overgenomen.

De Nederlandsche Bank



## Redactioneel

Na de invoering van de euro kan de Nederlandsche Bank wel verdwijnen, stelt Wim T. Schippers om zijn plan, het Paleis voor Volksvlucht te herbouwen op de plek van de Nederlandsche Bank, kracht bij te zetten. De Bank zou na de invoering van de nieuwe munt met leegstand kampen en de medewerkers zouden met de handen in het haar zitten.

Het blijkt maar weer dat de behoefte aan kennis over de taken en de functie van de Bank groot is, juist nu de Bank deelneemt in het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB).

'Centrale banken zullen een belangrijke rol blijven spelen in het betalingsverkeer en bij het voeren van monetair beleid omdat ze neutraal zijn en over veel expertise beschikken', stelde DNB-president Nout Wellink onlangs op het seminar '10 years Financial Markets: evaluating the past and discounting the future'. Belangrijke gast-spreker van dit seminar was niemand minder dan Nobelprijswinnaar Robert Merton. Wij grepen de kans om hem te interviewen voor dit magazine (pagina 15).

Merton vertelde al vanaf zijn tiende regelmatig in aandelen te handelen. Aandelenbezit

is, naast de huizenmarkt en de pensioenvoorziening, een belangrijk thema in de Enquête Vermogensbeheer Nederlandse gezinnen die recent in opdracht van DNB werd gehouden. Centraal staat de vraag hoe Nederlanders hun vermogen beheren en welke motieven daarbij een belangrijke rol spelen.

## Volksvlucht

Inzicht hierin is voor de Bank als hoedster van financiële stabiliteit van groot belang. U leest hierover op pagina 9.

Over de samenwerking tussen de Bank en het Ministerie van Financiën spraken wij met oud-minister Gerrit Zalm (pagina 4). Hij was tijdens de drukke formatieperiode bereid terug te kijken op acht jaar ministerschap. Ook Zalm vertrouwde ons toe het pand van DNB samen met het gebouw van Financiën de twee lelijkste gebouwen van Nederland te vinden.

Ach, het gaat ons uiteindelijk om de inhoud.

**Joyce Albers**

Hoofredactie:  
Joyce Albers



Planning:  
Rolf Asselman,  
Reinier Holster



Abonnementen:  
Ria Kok



Fotografie:  
Rob Meulemans



Prepress & vormgeving:  
Jurriaan van den Berg, Mieke van Eeden en  
Harry Oudhuis



Magazijn:  
Amancio Peixoto

# Afscheid van de minister

Gerrit Zalm blikt terug op samenwerking met DNB

Acht jaar lang is Gerrit Zalm minister van Financiën geweest. In deze periode had hij veel met de Nederlandsche Bank te maken. Na de verkiezingen werd hij fractievoorzitter van de VVD.

DNB magazine sprak met Zalm, net na de afronding van het regeerakkoord, over zijn ministerschap, de samenwerking met DNB en zijn toekomst als fractievoorzitter.





## 'Ik ben een econoom die in de politiek is geraakt'

In de wachtruimte op het ministerie van Financiën bevindt zich een portretgalerie met foto's van alle ministers van Financiën. Naast de foto van Wim Kok (van 1989 - 1994 minister van Financiën) hangt al een spijker in de muur. Het zal niet lang meer duren of op deze lege plek verschijnt het portret van Gerrit Zalm. Twee kabinetten lang (van 1994 - 2002) was hij de hoogste baas van Financiën, waarmee hij de langstzittende minister van Financiën in Nederland is.

'Ik heb het grootste deel van mijn carrière doorgebracht op het ministerie.' De eerste acht jaar van zijn carrière, tot 1983, werkte Zalm ook al op Financiën, om er in 1994 als minister terug te keren. Op de vraag wat hij het meest gaat missen, zegt hij dan ook stellig 'het departement', om daar vervolgens aan toe te voegen 'en de vrijdagse ministerraad'. 'Ik ben natuurlijk nogal verknocht aan het departement, omdat ik hier mijn eerste baan had. De vrijdag is voor de minister van Financiën echt een pittige, zware werkdag. Je krijgt vaak zo'n 20 tot 25 onderwerpen waarmee bij het overgrote deel wel geld gemoeid is en waar ik dus mee te maken had.'

De afgelopen maanden was Zalm echter vooral onderhandelaar voor het regeerakkoord en niet minister. 'Tijdens de informatie bleek hoeveel plezier ik van mijn ministerschap had. Er was bijna geen onderwerp waar ik niet iets van wist. Tot mijn genoegen heeft Financiën heel wat stukken aan de formateur geleverd.' Had hij hiermee een voordeel op de andere onderhandelaars? 'Het is natuurlijk raar om de kennis die op zo'n departement aanwezig is niet te benutten. Ook medewerkers van onderhandelaars Mat Herben en Jan Peter Balkenende zijn op het ministerie geweest om informatie te halen. Maar ik weet hier natuurlijk wel iets beter de weg dan de anderen.'

Voor terugkijken op zijn ministerperiode heeft hij nog niet zo veel tijd gehad. Wat beschouwt hij als zijn grootste verdienste? Zonder twijfel: 'de introductie van de begrotingsspelregels en het handhaven ervan.' (de zogenoemde Zalmnorm, red.) 'In 1994 heb ik, toen ik net minister werd, de spelregels opgemaakt, want die stonden niet in het regeerakkoord. Op mijn eerste jaarvergadering van het Internationaal Monetair Fonds (IMF) in Spanje kwam ik Nout Wellink tegen. Hij zei tegen me 'ik vind het zo goed dat je die spelregels hebt opgenomen, ook al raak je aan het eind van de rit wel 5 à 6 miljard kwijt aan overschrijdingen, je hebt toch een afbakening. Waarop ik zei dat ik stiekem van plan was dat niet kwijt te raken. 'Zo moet je maar beginnen', zei hij toen. Het is wel leuk dat het systeem het al die jaren heeft volgehouden. Ik ben

blij dat ik zo slim ben geweest dit in de eerste week in de Miljoenennota te stoppen, terwijl iedereen nog ijverig kennis aan het maken was met zijn departement.'

De Zalmnorm is ook nu weer in het regeerakkoord opgenomen. Vindt het systeem ook in het buitenland navolging? 'Ja, de Fransen hebben een vergelijkbaar systeem geïntroduceerd en de Zweden ook, alleen houden zij zich niet altijd zo strak aan de regels.'

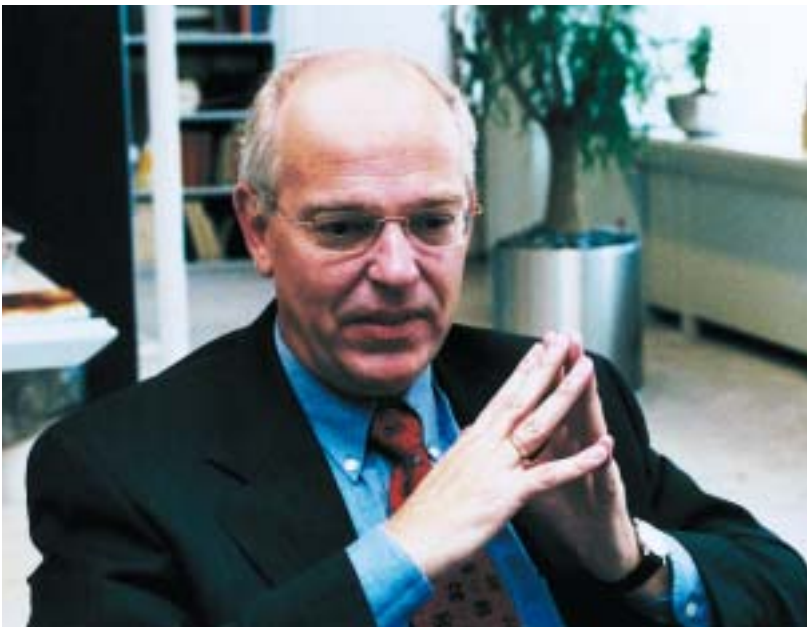
Ook kijkt Zalm met tevredenheid terug op de geslaagde introductie van de euro. 'In belangrijke mate is dit natuurlijk een prestatie van alle medewerkers van de Nederlandsche Bank, van het ministerie en van andere organisaties geweest. Als minister van Financiën had ik vooral de verantwoordelijkheid als het mis zou gaan. Ik heb wel verstandige besluiten genomen. Het enige betwiste besluit dat ik heb genomen was de eurokit. Mijn ambtenaren en de Tweede Kamer waren hier tegen, voornamelijk vanwege de hoge kosten. Er zijn weinig zaken die je als minister echt op je eigen conto kan schrijven, maar de eurokit is er één. Achteraf is het een goed besluit gebleken en goed gegaan, dus daar ben ik ook wel tevreden over.'

'De Bank heeft zich overigens ook goed bewezen in de logistieke kant van de invoering van de euro. Dit is voor DNB een bijzondere operatie geweest, want het was toch wat anders dan monetair beleid of de wekelijkse sortering van de guldenbiljetten. Door deze grote operatie is mijn waardering voor de Bank toegenomen. Het was toch een organisatorisch grote klus die erg goed is gegaan. Ik vond het daarom erg leuk dat ik onlangs enkele medewerkers van de Bank Koninklijk heb mogen onderscheiden, als symbool voor de hele Bank'.

Zijn er nog zaken die hij achteraf beter had willen doen? 'Ja, Boogie Woogie', lacht Zalm. Het schilderij 'Victory Boogie Woogie' van Piet Mondriaan is met goedkeuring van Financiën met geld van DNB gekocht als cadeau voor het Nederlandse volk. De kosten bedroegen 80 miljoen gulden. 'Ik had toch het parlement beter moeten informeren', mijmert Zalm achteraf. 'Het overgrote deel van de bevolking vond dit werk niet mooi, maar

als het een schilderij van Rembrandt was geweest, was ik op handen gedragen.'

'Ook de spanningen die, begin 2001 (vooral over het aflossen van de staatsschuld, red.), opliepen rond de begroting 2002 hadden we misschien beter tot een explosie moeten laten komen. Ik was toen echter zeer gemotiveerd de rit vol te maken, Wim Kok trouwens ook. Achteraf bezien hebben beide partijen nogal schade geleden van het feit dat we te lang zijn doorgegaan en zo ons eigen profiel zijn kwijtgeraakt. Met de wijsheid van nu kun je dat achteraf zien. Ik heb altijd op een zeer plezierige wijze met Kok samengewerkt en het was een gezamenlijke ambitie om het tot het einde toe goed te laten lopen. Je breekt op zo'n moment niet uit strategische overwegingen. Uiteindelijk zijn we een week te vroeg gesneuveld (Srebrenica, red.) dus dat is net niet helemaal gelukt.'



**'Iedere economische redenering is uit te leggen en anders deugt ie niet'**

Wat heeft de econoom Zalm geleerd van acht jaar minister-schap? 'Op bestuurlijk en sociaal vlak heb ik veel geleerd, als econoom minder. Een begroting maken en voorbereiden is een heel creatief proces, maar ook sociaal. Je moet voortdurend mensen motiveren en ze proberen mee te krijgen voor een begroting die voldoet aan jouw normen, tegelijkertijd moet je je collega's ook *fair* behandelen.'

'Op economiegebied was het Centraal Planbureau natuurlijk aardiger', blikt Zalm terug. Van 1989 tot 1994 was hij directeur van het CPB. 'Niet dat hier op het ministerie geen goede economen zitten, maar als minister doe je niet zoveel met economische analyses en modellen komen er al helemaal niet aan te pas. Ik heb overigens wel veel plezier gehad van mijn economen- en CPB-achtergrond. Maar in deze functie leer je als econoom niet zo veel bij. Naarmate je hoger komt, ga je nu eenmaal steeds minder diep op onderwerpen in. Er is geen onderwerp waar ik het beste in ben. Toen ik hier als jongeman kwam, had ik al de slagzin: 'Des te hoger, des te dommer', dus als minister was ik de domste van het departement!'

Wat voor wijsheden bracht de econoom de politici bij? 'De begrotingsdiscipline heb ik er wel redelijk in weten te brengen. Op een gegeven moment gingen de kamerleden zichzelf ook corrigeren. Als de één bijvoorbeeld zei dat we wel de tabaksaccijns konden verhogen om nieuwe uitgaven te doen, dan gaf een ander al aan dat dit niet kon vanwege de begrotingsregels die een scheiding van inkomsten en uitgaven inhouden.'

'In het kabinet en zeker in het tweede kabinet, stond ik echt bekend als de econoom van het clubje. Iedereen zag mij nog als de ex-directeur het CPB, al viel het CPB niet onder mijn verantwoordelijkheid. Ik ben natuurlijk wel redelijk bedreven in het beschouwen van cijfers.' Het was volgens Zalm geen enkel probleem om in de ministerraad te werken met niet-economen. 'Als het moest, ging ik college geven. Iedere economische redenering is uit te leggen en anders deugt ie niet.'

Wat was zijn beeld van DNB acht jaar geleden en wat is dat nu? 'Ik vond de Bank nogal formalistisch en hiërarchisch. Dat is wel minder geworden, denk ik, maar in verhouding tot het ministerie is het nog wel vrij formeel. Mijn theorie hierover is dat grote hiërarchieën kunnen bestaan als er weinig onder tijdsdruk gebeurt. Op het ministerie moet er veel onder tijdsdruk

gewerkt worden, zoals voor de ministerraad. De Bank heeft wat meer tijd, waardoor het moeilijk is het hiërarchische eruit te halen. Iemand als Wellink is wel tamelijk informeel dus hij heeft vast wel wat positieve opschudding veroorzaakt’.

Zalm informeert of de medewerkers van de Bank Bankpresident Nout Wellink nog steeds ‘Meneer de president’ noemen. Nee, dat is niet meer zo. Lachend zegt Zalm dat de staf op Financiën vroeger moest gaan staan als de minister binnenkwam: ‘dat heb ik er ook weer in proberen in te brengen, maar ze verdommen het!’

Als de agenda’s het toelaten heeft de minister van Financiën wekelijks een lunchgesprek met de Bankpresident. ‘We lopen dan allerlei zaken langs, praten over de politiek, de begroting en Wellink vertelt me over de ECB. We krijgen dan allebei een mapje mee met wat onderwerpen. Overigens was dat één van de meest bizarre ervaringen die ik had toen ik net minister werd: alles wordt voor je voorbereid. Als bijvoorbeeld een ambassadeur kennis kwam maken, kreeg ik ter voorbereiding een stapeltje papieren over de economie van dat land. Op zich is het logisch dat iedereen voor jou werkt, maar ik had dit nooit eerder meegemaakt.’

Zijn gesprekken met Wellink karakteriseert Zalm als zeer informeel. ‘Met Wellink was er altijd een sfeer van wederzijds vertrouwen. Soms hadden we wel een beetje ruzie. Ik was bijvoorbeeld niet altijd even gelukkig met de beschouwingen of prognoses van de Bank, bijvoorbeeld bij de berekeningen van de Bank van het euro-prijseffect. Maar we wisten het altijd op te lossen door elkaar de waarheid te durven zeggen en toch respectvol met elkaar om te gaan. We hebben op geen enkel moment de illusie gehad dat we elkaars verantwoordelijkheid moesten overnemen.’

Over de samenwerking met Wellink’s voorganger Duisenberg zegt hij: ‘verschil met Duisenberg was dat hij mijn minister was toen ik hier in 1975 op het ministerie kwam werken. Niet veel later trof ik hem bij de Bank en hield hij voor mij de deur open. Dat heb ik in het begin wel als bizar ervaren. Maar daar wen je aan. Gelukkig had Duisenberg een goed gevoel voor staatsrechtelijke verhoudingen. Op vergaderingen van het IMF bijvoorbeeld, liet hij mij wel de woordvoerder zijn, al had hij zoveel jaar meer ervaring op Financiën en was hij Bankpresident. Dat vond ik wel heel correct en bijzonder.’

De komst van de ECB heeft volgens Zalm weinig invloed gehad op de verhouding tussen minister en Bank. Paradoxaal genoeg heeft het verdwijnen van een eigen rentepolitiek wel geleid tot meer discussies over dit onderwerp. ‘Dat werd natuurlijk veel interessanter. Voorheen had je minimale ruimte en keek je slechts naar wat de Duitsers gingen doen. We werden nu gedwongen Europese economische ontwikkelingen mee te nemen, wat ik leuk vond. In de gesprekken met Wellink hierover kon ik ook van alles zeggen wat ik vind over de rentepolitiek, iets wat ik niet in het openbaar kan doen.’ Zalm geeft toe dat dit niet geldt voor alle politici. ‘Ik denk dat ik door mijn economische achtergrond verplicht ben wat verstandiger te zijn dan de gemiddelde politicus. Ik ben een econoom die in de politiek is geraakt, niet een politicus die op Financiën is geraakt.’



**‘Ik heb één keer geklaagd dat ik géén kritiek kreeg van DNB’**

Een ander recent onderwerp van gesprek met Wellink was toezicht. Terugkijkend zegt Zalm: 'De hervorming van toezicht is ook één van de projecten waar ik met trots op terugkijk. De Nederlandse verdeling van toezichtstaken zou best wel eens de Europese trend kunnen worden. De financiële sector in ons land is toch meer sector- en grensoverschrijdend dan in andere landen. Misschien dat we daarom voorop lopen.'

Hoe ziet Zalm de toekomst van DNB? 'Vooral tijdens de lunches zag ik de adviesrol van de Bank. Ik kreeg vaak suggesties en daar probeerde ik wat mee te doen. Officiële adviezen van de Bank krijg je zelden, tenzij het over toezichtstaken gaat. Ook in de Sociaal Economische Raad (SER) vervult DNB duidelijk een nuttige rol, samen met het CPB. Zij zijn samen toch het institutioneel geweten op economisch gebied. Zo ben ik bijvoorbeeld blij dat de Bank in de WAO-discussie voet bij stuk heeft gehouden.'



Zalm ziet ook een duidelijke rol voor DNB als instelling die met een zeer kritische blik de begrotingsontwikkelingen volgt. 'Ik heb één keer geklaagd dat ik géén kritiek kreeg van DNB. Als de Bank zegt dat ik het goed doe, dan denken mijn collega's dat ik ze het vel over de neus haal! Het ministerie is het wel vaak eens met de Bank, maar wij hebben meer begrip voor de praktijk.'

De stelling van Wim T. Schippers dat de taken van de Bank er na de euro-invoering niet meer toe doen, onderschrijft Zalm dus niet? 'Om het Paleis voor Volksvlijt op de plek van de Bank op te kunnen bouwen? Ach, samen met het gebouw van Financiën vind ik de Bank wel de twee lelijkste gebouwen van Nederland!', grapt hij.

Is Zalm in de loop der jaren wel meer politicus geworden? 'Ja, maar wel langzaam. Ik begin nog altijd vanuit de economie te redeneren, ik ben altijd econoom gebleven. Vroeger hield ik de volgorde 'econoom- bestuurder- politicus' aan. Nu moet ik dit wat gaan aanpassen en politicus wat hoger proberen te krijgen.' Zalm vertelt dat hij nog ijverig aan het nadenken is hoe hij het allemaal gaat doen. 'Het lijkt voor veel mensen op elkaar, minister of fractievoorzitter, maar de praktijk is echt heel anders. Ik ga een heel ander beroep krijgen. Als fractievoorzitter ben je veel in het nieuws, maar je hoeft veel minder te lezen. Bovendien heb je niet zo'n groot apparaat achter je dat voor je werkt. De fractie werkt niet voor jou, maar voor zichzelf. Ik moet het natuurlijk wel in de hand zien te houden en me met meer onderwerpen gaan bemoeien.'

Voortdurend barst hij in een lachsalvo uit. Er volgt er weer één: 'Dijkstal zei eens toen hij van minister fractievoorzitter werd: 'het lijkt wel of je van een vijfsterren hotel naar de camping verhuist.' Nuancerend voegt hij hieraan toe: 'Al is de camping in de afgelopen jaren wel wat luxueuzer geworden, als ik oudere kamerleden mag geloven.'

Is er een kans dat Zalm zijn voorgangers Zijlstra en Duisenberg opvolgt en nog Bankpresident wordt? 'Ik heb wel eens 'zullen we ruilen?' tegen Wellink gezegd, maar ik denk niet dat ik president van de Bank zal worden'. Premier misschien? 'Voorlopig ook niet, als vierde partij van Nederland; dan moet er wel heel wat gebeuren. De kans dat ik nog

premier wordt, is in ieder geval groter dan dat ik Bankpresident wordt, dus dat zegt wat over de kans dat ik naar de Bank kom!' ●

## Joyce Albers en Clement van de Coevering



# Rijker dan ooit, maar ook meer risico's

## Onderzoek vermogensbeheer Nederlandse gezinnen

Door het toenemende aandelen- en huizenbezit is de Nederlandse economie vatbaarder geworden voor schommelingen. De prijzen van deze vermogensbestanddelen hebben een grotere invloed op bestedingen, economische groei en inflatie dan vroeger. 'Nederlandse gezinnen kunnen echter een stootje hebben als de prijzen van aandelen en huizen dalen,' zo zeggen onderzoekers van DNB op basis van een enquête onder Nederlandse gezinnen over hun vermogensbeheer.

'Voor veel huishoudens is de pensioenvoorziening een belangrijke drijfveer voor hun vermogensbeheer'. Dat staat te lezen in een beschouwing over het vermogensbeheer van Nederlandse gezinnen in het jongste Kwartaalbericht van de Nederlandsche Bank (DNB). In maart dit jaar hield onderzoeksbureau NIPO in opdracht van DNB een enquête onder Nederlandse gezinnen over hun vermogensbeheer. Daaruit blijkt dat het de Nederlanders de afgelopen vijftien jaar voor de wind is gegaan. Het netto gezinsvermogen – bezittingen minus schulden – als percentage van het beschikbare gezinsinkomen nam toe van 450 á 500 procent tot bijna 800 procent. Daarmee zijn de huishoudens in Nederland volgens DNB relatief vermogender dan in de zeven grootste industrielanden. Alleen Japan en het Verenigd Koninkrijk zijn volgens deze maatstaf met Nederland te vergelijken.

**De huishoudens in Nederland  
zijn relatief vermogender  
dan in de zeven grootste  
industrielanden**

Waarom gaf de Bank opdracht tot dit onderzoek? Maarten van Rooij, wetenschappelijk onderzoeker van DNB: 'De Nederlandsche Bank draagt een grote verantwoordelijkheid voor de financiële stabiliteit van Nederland. We willen graag weten wat er in onze economie gebeurt. Hoe zit het bijvoorbeeld met de macro-economische stabiliteit van Nederland? Daar willen we inzicht in hebben.'

‘Het belang van beleggingen en huizenbezit in het economisch leven is toegenomen’, voegt Jan Willem van den End van de Afdeling Monetair en economisch beleid (Meb) daaraan toe. ‘Dat is belangrijk om te weten bij een beleid gericht op financiële stabiliteit. Wat is de financiële positie van de Nederlandse gezinnen? Dat is van belang voor de beoordeling van de financiële stabiliteit van het bankwezen. Bijna de helft van de kredietverlening van de banken bestaat uit hypotheek.’

Als de Nederlandse gezinnen te hoge hypotheek zouden hebben, dan heeft dat z'n weerslag op de soliditeit van het bankwezen. Maar Van Rooij zegt geruststellend dat de banken niet in de problemen komen als de huizenprijzen zouden gaan dalen: de waarde van de huizen is flink hoger dan de daarop rustende hypotheekschuld. Er is dus een hoge overwaarde als dekking voor eventuele negatieve economische ontwikkelingen. De gemiddelde waarde van de huizen was 197.000 euro, zo bleek uit de enquête. De gemiddelde hypotheek kwam uit op 106.000 euro.

Voor veel Nederlanders is het huizenbezit de belangrijkste vermogenscomponent geworden. In het jaar 2000 was 52 procent van de gezinnen eigenaar van het woonhuis. Dat was nog maar 35 procent in het begin van de jaren zeventig. De huizenmarkt is door deze ontwikkeling zeer belangrijk geworden voor het peil van de bestedingen en daarmee voor de economische groei. Bestedingen gefinancierd uit hypothecaire leningen hebben een sterke stempel gedrukt op de economische ontwikkelingen, constateert de Bank. Zij heeft berekend dat de economische groei hierdoor in 2000 met een procentpunt is gestimuleerd en in 2001 met een half procentpunt is gedrukt. Ook de bijkomende effecten hiervan op lonen en prijzen zijn uitgerekend: die lopen op tot 0,5 respectievelijk 0,3 procentpunt vorig jaar.

Deze extra bestedingen zijn mogelijk gemaakt doordat de overwaarde ten dele is verzilverd. In de afgelopen zes jaar hebben Nederlandse huizenbezitters via hogere en tweede hypotheek voor 33 miljard euro aan overwaarde verzilverd, waarvan 28 miljard euro is besteed. Van Rooij: ‘Inmiddels is het belastingsstelsel veranderd, de hypotheekrente mag niet meer afgetrokken worden als het geld consumptief wordt aangewend. Maar het leeuwendeel – 70 procent – van deze extra bestedingen betrof woningverbeteringen en daarvoor blijft de hypotheekrente ook in het nieuwe stelsel aftrekbaar.’

Behalve in onroerend goed zijn de Nederlandse gezinnen ook meer in aandelen gegaan. Samen met de scherpe prijsstijgingen van beide vermogenscomponenten in vergelijking met vijftien jaar geleden verklaart dit het internationaal gezien zeer hoge vermogen van de Nederlanders in verhouding tot

### Beurskoersen en huizenprijzen

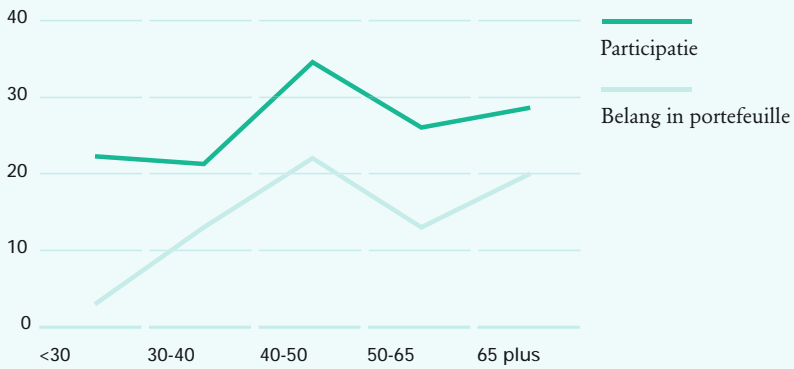
Januari 1990 = 100



Bron: Kadaster (huizenprijzen)

## Leeftijd en aandelenbezit

Percentage huishoudens met direct aandelenbezit of deelneming in beleggingsfondsen



Bron: dnb-enquête, maart 2002

het besteedbare gezinsinkomen. De gang naar aandelen werd in 1995 nog maar door elf procent van de Nederlandse gezinnen bewandeld, in 2002 was dat percentage gegroeid tot 27, zo blijkt uit de enquête. Als ook de beleggingen in aandelen van pensioenfondsen worden meegerekend, blijkt het percentage

Nederlandse gezinnen met aandelen hoger te zijn dan waar ook in Europa. Alleen de Amerikanen zijn nog meer aan aandelen verslingerd.

Deze vermogensstijging had en heeft nogal wat gevolgen voor de spaarzin van de Nederlandse gezinnen. In 1995 bedroeg de spaarquote nog vijf procent. In 2000, toen de AEX-index in september het maximum van ruim zevenhonderd punten bereikte, was deze quote negatief, er werd per saldo geld uit de spaarpot gehaald. Daarna is het met de aandelenbeurs bergafwaarts gegaan, van schrik haalden de Nederlanders het spaarpotje weer van de zolder. De spaarquote liep vorig jaar weer op tot 3,5 procent.

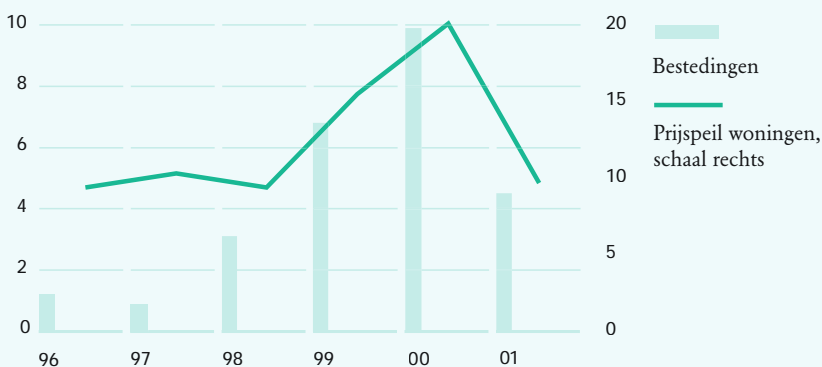
Het stappen in de aandelen- en huizenmarkten heeft inmiddels zo'n vlucht genomen dat het totale vermogen van de Nederlandse gezinnen voor de helft uit deze vermogenscomponenten bestaat. Dat was tien jaar geleden nog maar ruim een derde. Het aandeel risicovrije



*Ad Stokman en Maarten van Rooij werkten namens de Afdeling Wetenschappelijk onderzoek (Wo) aan het onderzoek*

## Bestedingen uit benutte overwaarde en huizenprijzen

Miljarden euro's resp. stijging in procenten per jaar



Bron: dnb-enquête, maart 2002

bezittingen, zoals obligaties en spaarrekeningen, daalde in dit tijdvak van negentien tot dertien procent. Het gevolg van deze ontwikkeling is dat de Nederlanders voor hun financiële reilen en zeilen veel afhankelijker zijn geworden van wat zich op de huizen- en aandelenmarkten afspeelt.

Van den End: 'Ja, de Nederlandse economie is veel gevoeliger geworden voor de gang van zaken op de huizen- en aandelenmarkt. Wat daar gebeurt heeft gevolgen voor de consumptie en besparingen. Gaan de prijzen op deze markten omhoog, dan geldt dat ook voor de bestedingen en daarmee voor de economische groei. Ook de inflatie wordt daardoor aangejaagd. Het omgekeerde gebeurt bij een daling van de prijzen op de huizen- en aandelenmarkt.'

Zo ontstaat er een procyclische werking van de prijzen op deze markten op de economie. Van Rooij: 'De pieken en dalen worden groter door deze procyclische werking. De Nederlandse economie is in dat opzicht minder stabiel geworden. Maar Nederlandse gezinnen kunnen wel een stootje hebben als de huizen- en aandelenmarkten zakken. Ook de pensioenfondsen zijn afhankelijker gewor-

den van de aandelenmarkten. Als het daar slecht blijft gaan, moeten de pensioenpremies omhoog. Dat leidt tot hogere loonkosten en lagere winsten. Gaat het goed op de effectenbeurs, dan gebeurt het omgekeerde. De premies kunnen naar beneden, wat tot lagere loonkosten en meer winsten leidt. De bestedingen worden daardoor aangewakkerd. Ook via pensioenfondsen zien we een toename van de procycliciteit.'

Van den End vindt dat de banken ook hebben bijgedragen aan deze procycliciteit door in toenemende mate tophypotheek te verstrekken. Een tophypotheek is een hypotheek waarbij het geleende bedrag hoger is dan de waarde van de woning op het moment van aankoop. Van de nieuw afgesloten hypotheek is inmiddels driekwart een tophypotheek, tegen slechts rond tien procent tot het begin van de jaren negentig. 'De risico's bij de huiseigenaren met tophypotheek zijn groot als de huizenprijzen dalen. Dan kunnen de huiseigenaars het zich moeilijker veroorloven te verhuizen, wat soms toch zal moeten bij bijvoorbeeld een echtscheiding. Ook het aanvaarden van een andere baan wordt dan moeilijker als daarvoor moet worden verhuisd.

De huiseigenaar met een tophypotheek is al met al veel minder flexibel. Overigens hebben de starters op de huizenmarkt vaak een tophypotheek nodig om huizen te kunnen kopen.'

De vermogensenquête van DNB levert de voor de hand liggende uitkomst op dat lagere inkomensgroepen over minder vermogen beschikken en dat het beheer van hun vermogen veelal is geënt op een situatie waarin zij alert moeten zijn op onverwachte grote uitgaven om de eindjes aan elkaar te kunnen knopen en al te grote financiële problemen te voorkomen. Bij hogere inkomens is er meer financiële speelruimte om het vermogensbeheer voor een belangrijk deel te laten leiden door de wensen ten aanzien van de pensioenvoorziening. Ook laten de hogere inkomensgroepen zich beter informeren waar ze hun geld in moeten stoppen. Ze verkeren ook vaak in de luxe positie om uit liefhebberij zelf aan vermogensbeheer te doen.

**De Nederlandse economie is veel gevoeliger geworden voor de gang van zaken op de huizen- en aandelenmarkt**

Iedereen beschikt over een betaalrekening, maar het aantal rekeningen en het totale saldo lopen op naarmate de gezinnen zich in een gunstigere financiële positie bevinden. Niet erg verrassend. Ook voor andere financiële producten, zoals spaarrekeningen, bedrijfspaarre-





gelingen en koopsom- en lijfrentepolissen, geldt doorgaans dat het bezit, het aantal en de gemiddelde waarde stijgt naarmate de inkomensklasse hoger is. Zo komen koopsom- en lijfrentepolissen in de hogere inkomensgroep ongeveer drie keer meer voor dan bij de lage inkomensgroep. Ruim de helft uit deze lage inkomensgroep zegt niet te weten waarom een koopsom- en lijfrentepolis is aangeschaft, terwijl de hogere inkomensgroepen hiermee welbewust sparen voor de oude dag en voor een eventueel eerder stoppen met werken. Ook fiscale overwegingen spelen hierbij voor hen een rol, maar in mindere mate.

Spaartegoeden worden vooral aangehouden om het hoofd te kunnen bieden aan onverwachte grote uitgaven. Spaarverzekeringen worden met name afgesloten om een kind later te kunnen laten studeren. Aandelen en obligaties worden vooral door hogere inkomensgroepen aangekocht. Het percentage van het vermogen dat in aandelen wordt belegd stijgt met het toenemen van de leeftijd. Daaruit blijkt dat huidig inkomen en

vermogen – dat meestal bij ouderen hoger is – relevanter is voor het samenstellen van de vermogensportefeuille dan het verwachte inkomen.

Huizen worden in toenemende mate gekocht in plaats van gehuurd. Nederlanders willen nu eenmaal graag baas zijn in eigen huis. Daarnaast is er de fiscale regeling die voor menigeen kopen goedkoper maakt dan huren. Verder is er nog het motief van de vermogensopbouw waarom een woning wordt gekocht.

Het sparen voor vervroegd stoppen met werken staat haaks op het overheidsstreven mensen juist langer te laten werken. Van Rooij: 'Eerder ophouden met werken veroorzaakt meer knelpunten op de arbeidsmarkt. Ook de overheidsfinanciën en de AOW krijgen daardoor een zwakkere basis. Eerder stoppen betekent vaak óf een lager inkomen in de eerste

belastingbox waardoor minder inkomstenbelasting wordt betaald dan als men was blijven werken, óf dat geen AOW-premie meer wordt afgedragen als dit eerder stoppen wordt gefinancierd door op het vermogen in te teren: dan valt men immers in box 3 die AOW-premievrij is. De beslissing eerder te stoppen met werken is uiteraard een individuele keuze. De overheid kan echter wel financiële prikkels geven langer te blijven werken, door bijvoorbeeld voor ouderen het werken in deeltijd aantrekkelijker te maken.' ●

**Harmen Keiser**

## Bankgeheimen

Als er tegenwoordig iets aan inflatie onderhevig is, dan is het wel het begrip 'historisch'. Niet ontkend kan worden dat we inderdaad op een breed front getuige zijn van drastische veranderingen.

Vanzelfsprekendheden lijken nauwelijks nog te bestaan. Dat hebben we in de vaderlandse politiek kunnen constateren, maar ook in het mondiale voetbal heeft zich een aardverschuiving voorgedaan. En dan hebben we sinds 1 januari ook nog een nieuwe munt.

## Eigen munt

Voor een evenwichtige geschiedschrijving is het te vroeg, maar een eerste ruwe schets van haar prille bestaan leert dat het sentiment rond de euro redelijk volatiel is. Als betaalmiddel heeft de euro zich razendsnel ontpopt. Door de gretigheid waarmee de eenheidsmunt werd omarmd, kon Nederland het meest ambitieuze invoeringstraject (de kortste duale fase van alle eurolanden) redelijk makkelijk tot een goed einde brengen. Met haar functie als rekeneenheid hebben de Nederlanders echter meer moeite. Zeker de wat grotere bedragen worden nog steeds in guldens omgerekend.

Het grootste verwijt dat de euro treft, is dat het leven alleen maar duurder is geworden. De omprijsing van gulden naar euro zou zijn aangegrepen om er op grote schaal een

schepje bovenop te doen. Dat de euro-invoering met een eenmalig opwaarts prijseffect gepaard zou gaan, is volstrekt logisch en ook altijd door de Bank onderkend. De gehele invoering heeft totaal zo'n euro 4,5 miljard gekost. Ergens moet die rekening worden betaald.

Ondernemers die met invoeringskosten (aanpassing software, kassa's ed.) zijn geconfronteerd hebben twee mogelijkheden: of ze laten de kosten neerslaan in een lagere winstmarge of ze rekenen deze door in de prijzen. Dat betekent dat of de aandeelhouder of de consument uiteindelijk de prijs betaalt. Dat het in de praktijk om een combinatie van beide effecten gaat, blijkt bij de detailhandel. Volgens schattingen van de Bank zijn de prijzen in de detailhandel onder invloed van de euro-invoering met 0,5 à 0,9 procentpunt extra gestegen. Dit komt overeen met 500 miljoen euro. Aangezien de detailhandel aan invoeringskosten 900 miljoen euro kwijt was, is dus iets meer dan de helft in de prijzen doorberekend. Deze extra prijsstijging bij de detailhandel correspondeert met een



Benno van der Zaag,  
woordvoerder van de  
Nederlandsche Bank

eenmalig opwaarts inflatie-effect van 0,2 à 0,4 procentpunt. Dat dit lagere cijfers zijn, heeft te maken met het feit dat de consumentenprijsindex, de graadmeter voor inflatie, de prijsstijging meet van meer goederen en diensten dan waar de detailhandel in voorziet. Hier hebben we dan direct de verklaring te pakken voor het gevoel van veel mensen dat het inflatie-effect onderschat zou worden. De inflatie volgens de consumentenprijsindex is nu eenmaal een bredere maatstaf voor prijsveranderingen dan een ervaringsfeit in een supermarkt of op een zonnig terrasje. Bovendien is het goed te bedenken dat de prijsveranderingen die zich na 1 januari hebben voorgedaan andere oorzaken kunnen hebben dan de introductie van de euro. Zo lijkt het geen toeval dat de prijzen vooral in de arbeidsintensieve sectoren (horeca) zijn verhoogd. Dat zou iets met de stijging van de loonkosten te maken kunnen hebben.

Volgens een door dagblad Trouw uitgevoerde enquête in juni blijkt het met de acceptatie van de euro uiteindelijk best mee te vallen. Een ruime meerderheid van de Nederlanders verwacht voor de komende jaren een positief effect van de euro. Maar er is ook nostalgie: 25% zegt ja op de vraag of de gulden terug zou moeten komen.

En nu maar afwachten wat de vakantiemaanden teweeg brengen. Voor het eerst in de geschiedenis kan de Nederlander deze zomer met eigen munt in elf andere landen betalen.

# Te jong om op zijn lauweren te rusten

Interview met Nobelprijswinnaar Robert Merton

**De impact van hun onderzoek is te vergelijken met de ontdekking van het DNA. In 1973 introduceerden Fischer Black, Myron Scholes en Robert Merton een formule om de prijs van opties te berekenen. Hun waarderingsmodel zette de financiële wereld op zijn kop. Het leverde de ontdekkers in 1997 de Nobelprijs voor de economie op. Eind mei was Robert Merton te gast op een seminar ter ere van het tienjarig bestaan van de DNB-Afdeling Financiële markten.**

Die oktobermorgen, nu bijna 5 jaar geleden, zal Robert Merton (New York, 1944) niet snel vergeten. Het was nog vroeg, rond kwart voor zes, en Merton had haast. Hij stond op het punt zijn vliegtuig naar New York te missen. 'Ik had mijn jas al aan toen plotseling de telefoon ging. Eerst wilde ik 'm laten gaan. Goed dat ik toch even opnam.' Aan de andere kant van de lijn zei iemand met licht Zweeds accent namelijk dat hij 'interessant nieuws' voor Merton had. Aan hem was zojuist de Nobelprijs voor de economie toegekend, wegens zijn bijdragen op het terrein van de optiewaardering. Merton, professor aan de Harvard Universiteit in Boston, had begin jaren zeventig met Myron Scholes (Stanford Universiteit, Californië) en Fischer Black baanbrekend onderzoek verricht naar de prijsbepaling van derivaten. Hun Black-Scholes formule had een financiële aardverschuiving teweeggebracht. 'Dat ik aanvankelijk de telefoon niet wou opnemen, bewijst overigens dat ik het echt niet had verwacht', lacht Merton. 'Het is immers algemeen bekend op welke







dag de Nobelprijswinnaars bekend worden gemaakt. En dat de gelukkigen, vanwege het tijdsverschil met Zweden, waarschijnlijk tussen vijf en zeven in de morgen gebeld worden. Had ik maar het geringste voorgevoel gehad, dan zou ik wel een vlucht later hebben geboekt. *O yes, I sure missed that plane.*

## Volatiliteit

De optie als financieel instrument bestaat al sinds de 17e eeuw. Het is een zogenaamd afgeleid product: de waarde ervan wordt ontleend aan de koersontwikkeling van het onderliggende goed, zoals een aandeel, rente, valuta of grondstof. Opties en andere afgeleide producten (derivaten) worden veel gebruikt om beleggingsrisico's te beperken. Financiële posities kunnen ermee 'verzekerd' worden. Derivaten gelden dan ook als onmisbaar gereedschap in de *toolbox* van beleggers.

Lange tijd kenden opties ook een groot nadeel. Het bleek namelijk erg lastig om de juiste prijs ervan te berekenen. Deze is sterk afhankelijk van de toekomstige en dus onbekende koersontwikkeling van de onderliggende waarde. Dit probleem probeerden Scholes, Black en Merton, zowel samen als individueel, begin jaren zeventig op te lossen. Dit werk mondde uit in een waarderingmodel dat bekend werd als de Black-Scholesformule. Bij de waar-

dering van opties bleek de volatiliteit – de beweeglijkheid van het onderliggende goed – een essentiële factor te zijn. Opties van volatiele aandelen zijn duurder dan opties op aandelen die nauwelijks in prijs schommelen.

## Iets bijdragen

Merton: 'Ik studeerde toegepaste wiskunde, maar had al van jongs af aan interesse in economie en beleggen. Op mijn tiende kocht ik mijn eerste aandeel. Tijdens mijn studie handelde ik, voor ik naar college ging, geregeld een paar uur in aandelen en opties. Het was eind jaren zestig. In Amerika leefde toen het idee dat alle economische problemen op termijn opgelost konden worden. Economie was daarmee een vak dat er echt toe deed, een vak waarmee je iets kon betekenen voor het leven van miljoenen mensen. Dat trok me aan. Het was me opgevallen dat de economische wetenschap zich nauwelijks bediende van complexe wiskundige modellen. Althans, dat idee had ik. Enigszins onbescheiden dacht ik met mijn wiskundige achtergrond een bijdrage te kunnen leveren aan de economische wetenschap. Tot grote verbazing van mijn familie besloot ik van studie te veranderen. Ik meldde me aan bij verschillende economische faculteiten, maar ik werd als student wiskunde overall afgewezen. Echt vreemd was dat natuurlijk niet: ik had nauwelijks economievakken op mijn cv.'



## Vruchtbare aarde

Op de enige universiteit die hem wel wilde aannemen, het Massachusetts Institute of Technology, doceerde ook Paul Samuelson, de latere Nobelprijswinnaar voor de economie. Merton viel al snel op en Samuelson vroeg hem zijn assistent te worden. 'Een prachtige en inspirerende tijd', blikt Merton terug. 'Samuelson was in die tijd een van de weinigen die complexe wiskundige modellen en financieel economisch onderzoek combineerde. Ik kreeg de kans om twee jaar lang op slechts een paar meter afstand van hem te zitten.' Bovendien kon Merton zich fulltime gaan bezighouden met zijn passie voor beleggen. 'Mijn hobby werd onderwerp van wetenschappelijke studie. *Great!*'

Begin jaren zeventig werd Merton betrokken bij het onderzoek van Black en Scholes naar de optiewaardering. Met zijn wiskundige achtergrond slaagde Merton erin de bruikbaarheid van de optiewaarderingsmodellen van Black en Scholes te verbreden. Zo versoepelde hij de randvoorwaarden en aannames die de twee economen in hun formule hadden gebruikt. In 1973 publiceerden zij hun inmiddels wereldberoemde formule. Die Black-Scholesformule viel in vruchtbare aarde. In hetzelfde jaar was in Chicago de eerste optiebeurs ter wereld geopend. Bijna direct begonnen beleggingsinstellingen, geholpen door de opkomst van de computer, met de Black-Scholesformule te werken.

## Adapters

Het aantal derivatenproducten is de afgelopen kwart eeuw geëxplodeerd. Opties, *swaps*, *futures*, en meer exotische varianten als *butterflies*, *falcons* en *reverse floaters* zijn vandaag de dag niet meer weg te denken uit de financiële wereld. Niet alleen *professionals* maken veel gebruik van derivaten, ook de consument die belegt in een



clickfonds of een hypotheek met 'rente-bedenktijd' heeft, profiteert van het werk van Black, Scholes en Merton.

De Nobelprijs voor Scholes en Merton (Black was in 1995 overleden) is een erkenning voor de enorme *impact* van derivaten op de financiële markten en op het dagelijks leven. Dankzij derivaten kunnen beleggers zich indekken tegen elk denkbaar koersrisico. Merton ziet het belang van derivaten ook op een ander vlak. 'Ze hebben een bijdrage geleverd



aan de globalisering van de financiële markten', stelt hij. 'Verschillen van land tot land, in onder meer wet- en regelgeving, valuta en belastingstructuur belemmeren grensoverschrijdende financiële transacties. Derivaten zijn een soort adapters, ze kunnen markten met elkaar verbinden. Een goed voorbeeld is de *swap*, een ruilcontract tussen twee of meer partijen. Stel, een Nederlandse belegger wil zijn obligatieportefeuille diversificeren door ook in Japan te beleggen. Als hij daarbij Japans papier koopt, loopt hij echter valutarisico. Als hij een *valutaswap* aangaat, en daarbij voor een afgesproken periode euro's ruilt tegen yen – tegen vooraf afgesproken koersen – dan dekt hij dit valutarisico af. Een *swap* maakt het dus mogelijk om zonder valutarisico in Japans papier te beleggen. Op deze

manier worden twee verschillende financiële markten geïntegreerd.'

### Autogordels

Mertons enthousiasme voor derivaten wordt niet door iedereen gedeeld. Volgens sommigen hebben deze producten de financiële wereld een stuk complexer en minder transparant gemaakt. Beleggers wanen zich dankzij hun derivatenconstructies ingedekt tegen financiële verliezen, waardoor ze onverantwoorde risico's kunnen gaan nemen. Vergelijk het met autogordels. Het dragen hiervan vergroot onmiskenbaar de veiligheid. Maar als automobilisten daardoor roekelozer gaan rijden, neemt de kans op ongelukken toe waardoor het effect van gordels teniet wordt gedaan.

Merton gelooft niet in een dergelijke redenering. Verkeerd gebruik van financiële instrumenten is altijd mogelijk, vindt hij, maar in het algemeen kunnen derivaten juist bijdragen aan het verminderen van financiële risico's. De economie denkt dan ook dat het gebruik van derivaten de komende jaren alleen maar zal toenemen. Hij ziet onder meer toepassingsmogelijkheden in de consumentenmarkt. 'In de westerse wereld is het aantal financiële producten de laatste jaren sterk toegenomen. Gezinnen moeten steeds keuzes maken welke producten ze willen en welke risico's voor hen aanvaardbaar zijn. Neem de pensioenvoorziening. In veel landen worden collectieve regelingen uitgekleed en moeten mensen zich individueel bijverzekeren. Er is keuze uit een veelheid aan pensioenproducten. De meeste gezinnen zijn niet in staat om zelf de juiste keuze te maken. Daarvoor missen ze de kennis en de tijd.' Merton verwacht de opkomst van financiële 'totaalproducten'. Deze zullen zowel spaar-, leen-, beleggings- als verzekerings-elementen bevatten, waardoor ze

helemaal kunnen worden afgestemd op de behoefte van de consument. Dat wordt dan een mooie uitdaging voor vermogensbeheerders. Bij dergelijke geïntegreerde financiële producten moet immers met veel complexe factoren rekening worden gehouden en moeten alle risico's zorgvuldig worden gemanaged. Innovatieve, nieuwe derivaatproducten kunnen hierin voorzien, denkt de Nobelprijswinnaar.

### Landenrisico

De laatste jaren buigt Merton zich over de vraag of ook landen hun financiële risico's met derivaten kunnen afdekken. Net als bedrijven en banken kunnen landen nauwkeurig inventariseren aan welke risicofactoren hun economie blootstaat. Als alle risicofactoren vervolgens in onderlinge samenhang worden geanalyseerd (door gebruikmaking van technieken als *value-at-risk* en *stress-testing*) ontstaat een beeld van het 'landenrisico'.

Het is een interessante gedachte. Nu nog wordt het landenrisico grotendeels bepaald op basis van het politieke en monetair beleid en financieel-economische parameters. Merton wil nog een stap verder gaan: 'Landen kunnen hun risicoprofiel met behulp van derivaten ook managen. Dit idee kreeg ik tijdens de Azië-crisis. Ik was geïnteresseerd in de relatieve *over- en underperformance* van landen in die regio. De economie van een





land als Taiwan draait bijna volledig op elektronica. Dat brengt grote economische risico's met zich mee. Hoe verlaagt Taiwan zijn risicoprofiel? Het kan natuurlijk proberen nieuwe industrieën van de grond te tillen. Maar hieraan zijn hoge kosten verbonden. Bovendien is het nogal ingrijpend. Taiwan kan ook besluiten om *swap*-contracten af te sluiten met andere landen. Het gemiddeld rendement in de sector elektronica kan bijvoorbeeld worden geruild voor het gemiddeld rendement in de auto-industrie. Op die manier krijgt Taiwan een meer gediversificeerde

economie, zonder dat de fysieke economische structuur hoeft te worden aangepast. Bovendien kan het land zo aantrekkelijker worden voor buitenlandse investeerders.'

### Eeuwfeest

De meeste Nobelprijswinnaars, zeker in de economie, zijn oud genoeg om daarna voorgoed op hun lauweren te rusten. Merton was met 53 de op één na jongste winnaar van de Nobelprijs voor de economie. Te jong om met pensioen te gaan. Maar welke doelen kun je jezelf nog stellen als het hoogst haalbare al is bereikt? Merton wil hier niets van weten. Het krijgen van de Nobelprijs is nooit het doel geweest van zijn wetenschappelijke werk, stelt hij. Al is het natuurlijk wel een bijzondere ervaring. 'De eer is geweldig. Er lopen wereldwijd maar 250 mensen rond die kunnen zeggen dat ze de Nobelprijs hebben gewonnen. Het afgelopen jaar

werd het honderdjarig bestaan van de prijs gevierd. Alle nog levende Nobelprijswinnaars waren voor de speciale bijeenkomst uitgenodigd. Ik zat in één ruimte met onder meer de economen Milton Friedman, Paul Samuelson, Myron Scholes, Robert Mundell, Gary Becker en Lawrence Klein. John Nash, bekend van de film *A Beautiful Mind*, was er ook.'

Het krijgen van de Nobelprijs heeft zijn leven uiteraard veranderd. Merton: 'Ik trok altijd al redelijk veel publiciteit, en zocht die ook op als ik dacht iets te melden te hebben. Als Nobelprijswinnaar hoeft dat niet meer. Je staat voortdurend in de schijnwerpers. Bovendien wordt er ook echt naar je geluisterd. Ik ben daardoor voorzichtiger geworden in wat ik zeg en hoe ik me uitdruk. Dat ben je aan de geest van Alfred Nobel en aan het prestige van de prijs wel verplicht, vind ik.' ●

**Rutger Vahl**

## Merton te gast op seminar Financiële markten

Ter ere van het tienjarig bestaan van de Afdeling Financiële markten vond op 30 mei het seminar '10 years Financial markets: evaluating the past and discounting the future' plaats. Sprekers waren, naast Robert Merton, Tom de Swaan (Chief Financial Officer ABN AMRO) en DNB-president Nout Wellink.

Merton belichtte de complexiteit van financiële markten en de noodzaak van effectief toezicht. Als voorbeeld haalde hij de enorme pensioenplannen van Amerikaanse bedrijven aan. Soms is de waarde daarvan twee tot vijf keer groter dan de beurswaarde van de onderneming. Volgens Merton zijn bedrijven zich nauwelijks bewust van de financiële risico's die dit met zich meebrengt. Hij pleitte voor duidelijkere boekhoudregels.

Tom de Swaan stelde vast dat bankfusies in Amerika makkelijker tot stand komen dan in Europa.

'Er bestaan hier nog veel barrières', zei de voormalig DNB-er die zich toch gematigd optimistisch toonde. De obstakels zullen langzaam verdwijnen. Een goede zaak, meende De Swaan: 'Schaalgrootte is voor banken een must om mondiaal mee te spelen.'

DNB-president Nout Wellink sloot af met een beschouwing over de toekomst van centrale banken. 'Centrale banken zullen een belangrijke rol blijven spelen in het betalingsverkeer en bij het voeren van monetair beleid', stelde Wellink, 'omdat ze neutraal zijn en over veel expertise beschikken. De grootste uitdaging ligt in het handhaven van de financiële stabiliteit in een wereld die steeds complexer wordt. We moeten daarom blijven investeren in onze kennis van de structuur en het functioneren van financiële markten.' Het was een conclusie waar Merton zich van harte bij kon aansluiten.



*Norbertus Petrus van den Berg, president van de Javasche Bank, 1873-1889*

Voordat Norbertus Petrus van den Berg in 1889 directeur – en twee jaar later president – van de Nederlandsche Bank werd, stond hij zestien jaar lang aan het hoofd van de Javasche Bank te Batavia, de circulatiebank voor Nederlandsch-Indië. Op zoek naar gegevens bracht biograaf Jan Rutger van Zwet een bezoek aan de huidige Bank Indonesia te Jakarta. Een verslag.

## Reisverslag: in de voetsporen van president Van den Berg

*Hoofdbureau van de Javasche Bank te Batavia aan de grote rivier of Kati Besar*



De jonge Norbert van den Berg was in 1855 naar Indië vertrokken om daar zijn vleugels uit te slaan. Het beheer van een Rotterdamse graanzaak had hem tot dan toe maar matig kunnen bekoren. Hij was daar – nog minderjarig – door zijn vader geplaatst om het bedrijf in de familie te kunnen houden. Vader zelf was namelijk agent van de roemruchte Nederlandsche Handel-Maatschappij (NHM) geworden en mocht toen zelf geen handel meer drijven. Diezelfde NHM bood echter zoonlief een uitweg uit de graanhandel door hem, na het afleggen van een vergelijkend examen, de mogelijkheid te bieden naar Indië te gaan. Daar maakte hij carrière bij het hoofdkantoor van de NHM te Batavia, dat in de beste traditie van wijlen de VOC ‘de Factorij’ genoemd werd. Vervolgens is hij hoofdagent geworden van de Nederlandsch-Indische Handelsbank. Naast het praktische bankierswerk besteedde Van den Berg veel aandacht aan publicaties over Indische geld- en bankzaken. Het was dan ook niet verbazend dat hij in 1873 door de gouverneur-generaal tot president van de Javasche Bank benoemd werd.

De Javasche Bank is alweer bijna vijftig jaar geleden Bank Indonesia, de centrale bank van Indonesië, geworden. In tegenstelling tot de archieven van de Nederlandsche Handel-Maatschappij en de Nederlandsch-Indische Handelsbank, die door hun opvolger ABN AMRO Bank aan het Nationaal Archief te Den Haag zijn overgedragen, bevinden zich in Nederland geen stukken meer van de Javasche Bank. Om Van den Bergs presidentschap van de Javasche Bank te kunnen beschrijven, bleek een bezoek aan het archief van Bank Indonesia noodzakelijk.

Nadat ik belastingvrij oude genever en sigaren had aangeschaft – zaken die Van den Berg vanaf zijn aankomst in Indië in 1855 steeds trouw per zeilschip kreeg nagezonden – werd het vaderlands gevoel nog verder versterkt, toen in de wachtruimte op Schiphol ook nog eens Oranjebitter werd geserveerd. Het was tenslotte net

de dag van het huwelijk van prins Willem Alexander en Maxima. Aldus versterkt, kon ik de reis naar Indonesië aanvangen. De vlucht verliep voorspoedig en even na vijven 's middags, plaatselijke tijd, werd geland op

het Soekarno-Hatta vliegveld bij Jakarta. Nu brak vermoedelijk het meest moeizame gedeelte van de reis aan, want ik vernam dat Jakarta juist met ernstige overstromingen, *bandjirs*, te kampen had en twee dagen eerder was het vliegveld zelfs van de stad afgesloten geraakt. Daarnaast liep ik dan ook nog ernstig gevaar door taxichauffeurs beduvelde te worden. De weg naar de stad bleek begaanbaar, al moesten ook enkele diepe plassen, van enige tientallen meters lang over de gehele breedte van de weg, gepasseerd worden. Het door de chauffeur aanbevolen gebruik van een – of beter: zijn eigen – minivan bleek daardoor inderdaad zinvol, al was de rit zonder twijfel minder spectaculair dan de dag tevoren. Er hoefde nu ook slechts een matige verhoging van het tarief voor neergeteld te worden, zodat ik niet al te zeer in gewetensnood raakte over het beheer van het mij verstrekte Bankgeld. Bij aankomst op mijn hotelkamer, bleek weer eens hoe klein de wereld inmiddels geworden is. De Waterval van M.C. Esscher hing hier boven mijn bed, terwijl het eten van *nasi goreng* als avondmaal de Nederlander al evenmin de indruk geeft dat hij in het buitenland is.

Bank Indonesia bleek letterlijk om de hoek van het hotel te zijn en leek nog het meest op een campus vol met reusachtige gebouwen. Zo bleek ineens dat het Bankgebouw aan het Frederiksplein uiterst bescheiden is. De ontvangst door de heer Djatiwulejo, die voor onze begrippen min of meer de vroegere functie van directeur-secretaris uitoefent, was allervriendelijkst. Hij vertelde dat Bank Indonesia sinds de regering-Habibie – na de val van Soeharto dus – bezig was weer onafhankelijk van de staat te worden, maar dat dat wel betekende dat men de *Supervision* zou verliezen. Dat zal veel werk betekenen in verband met het scheiden van de archieven. Lees in plaats van



### *Vergaderzaal van de directie ten tijde van president Van den Berg*



*Supervision* Toezicht, en dan klinkt dit verhaal weer vrij vertrouwd. Het Archief – of *Arsip* in de landstaal – deelt een gebouw met de afdeling Expeditie ofwel *seksi Ekspedisi*. De welbekende voor-

keur van de Indonesiërs voor afkortingen doet het dan ook bekend staan als ‘Arsek’. De derde, vierde en vijfde verdieping behoren toe aan het archief. De ruimte voor het raadplegen van stukken is op de vierde verdieping en staat via een goederenliftje in directe verbinding met het *Arsip Javasche Bank*, dat op de vijfde bewaard wordt. De stukken zijn zo bijzonder vlug voorhanden. Dat is ook geheel in lijn met de oud-Hollandse spreuken, die in houtsnijwerk aan de wand hangen en opwekken tot vlijt, nauwgezetheid en zo meer. Zonder twijfel óók een erfenis van de Javasche Bank.

De lunch gebruikte ik de eerste dag in gezelschap van enige archiefmedewerkers in een min of meer op het bankterrein staand ‘cafeteria’, dat bestaat uit een hele verzameling eetstalletjes onder een gemeenschappelijk afdak. De afzonderlijke ondernemingen onderscheiden zich door specialisatie naar streek of type maaltijd. *Kantin Andrawina* is toch werkelijk heel wat anders dan Sodexo, de cateraar van de Bank, te bieden heeft, al maak ik me in het bedrijfsrestaurant van DNB minder zorgen over de effecten van het genotene op langere termijn. Ik heb daarom niet dagelijks van de *Kantin* gebruik gemaakt. Meestal laten de Indonesische Bankmedewerkers overigens de lunch halen door een van de officeboys. Rangverschil is zichtbaar in de verschillende tinten kaki van hun uniform.

Het bleek dat bij het Bankarchief *niemand* Nederlands kent! Er werd naar mijn indruk, hoe dan ook maar weinig gebruik van gemaakt. Mijn begeleidster, mevrouw Indun Ruswandi, informeerde overigens wel naar Nederlandse les. De enige gelegenheid in Jakarta bleek het Erasmus Huis van de Nederlandse ambassade te zijn.

Mijn eerste wandeling ging naar *Medan Merdeka*, het Vrijheidsplein, dat, toen president Van den Berg er nog woonde, Koningsplein heette. Een agent corrigeerde natuurlijk mijn vraag naar het Nationale Monument. Dat

heet toch echt het Monas en niet anders. Daar ontmoette ik Irwan. Hij is eigenlijk leraar Engels en Geschiedenis, maar voor slechts vijf uur in de week – en dat met vrouw en kind. Irwan heeft mij allerlei bezienswaardigheden laten zien: het presidentieel Paleis, de nationale moskee, de kathedraal en de *Pasar Baru*, de door de Nederlanders in 1820 ingestelde markt. Zo wandelde ik door het Nederlandse verleden van Jakarta. Op de *Pasar Baru* werd de veelgestelde vraag waar ik vandaan kom direct door de stellers zelf beantwoord. Ze herkenden de duidelijke westerling met Panamahoed onmiddellijk als *Belanda*.

Gids Irwan wilde mij graag Bogor, het vroegere Buitenzorg, laten zien. Praten over geld was echter pijnlijk: Irwan wilde graag wat verdienen, maar ook zijn trots intact houden. Het bedrag voor zo’n begeleid dagje uit moest ik er dan ook met moeite uittrekken en bleek nogal hoog. Omdat het altijd al natte Bogor mij midden in de regentijd niet zo’n goed idee leek en Irwan – uiteraard – niet inging op mijn suggestie hem te betalen voor zijn middagje vrijwillig optreden als gids, zocht ik een alternatief. Ik beloofde hem zijn taxi terug naar huis te betalen, hoewel hij ongetwijfeld gewoon naar huis zou gaan lopen. Ook dat bedrag was – naar plaatselijke begrippen – ferm. Aan de andere kant moest hij er waarschijnlijk van leven. Het leek redelijk er een ruime, zij het verkapte, fooi in te zien. De dreigend kijkende hotelportier – permanent beducht op minder fortuinlijke landgenoten – heb ik maar gerustgesteld.

Na enige dagen bleek dat een deel van de zeer indrukwekkende gebouwen van Bank Indonesia leeg staat. Dat verklaarde ook enigszins de zee van ruimte waarin de archivarissen huizen. De adjunctchef zit in een vertrek met een wel zeer klassieke opstel-

*De huidige Bank Indonesia: reusachtige gebouwen.  
Het lage witte gebouw is 'Arsek'*



ling, een hele serie naar hem toegekeerde – kleinere – bureaus voor zich. Hij zit er helaas alleen. Dat betekent overigens niet dat hij tekort aan personeel heeft. Er zijn nog heel wat andere vertrekkers en in één ervan zat mijn

begeleidster Indun. Ik had mij voorgenomen ook enige stukken uit het Nationale Archief, *Arsip Nasional Republik Indonesia* – ANRI – te bekijken. Maar dat bleek helemaal niet eenvoudig te zijn. Indun deed echter haar uiterste best de stukken in kopie voor mij te pakken te krijgen, zónder toestemming van het LIPI, het Indonesisch Instituut van Wetenschappen, die daarvoor noodzakelijk heette te zijn. Bank Indonesia was in de persoon van Indun echter opgewassen tegen de dwarsliggende bureaucraten en zij slaagde er in mij op de laatste dag het grootste deel van de stukken te bezorgen. Dat was een mooie overwinning vooral als men bedenkt dat het ANRI door de ook voor Indonesische begrippen uitzonderlijk vroege sluitingstijd van 14.30 uur één van Indun's collega's al eerder een vergeefse tocht had laten afleggen.

Het was bijzonder jammer dat de fameuze portretgalerij van de gouverneurs-generaal (gg's) van het oude Indië momenteel niet te bezichtigen is. Zij worden gewoonlijk tentoongesteld in het Historisch Museum van Jakarta, dat is gevestigd in het Stadhuis uit de Nederlandse tijd. Daartegenover bevindt zich echter het bijzonder fraaie Café Batavia, waar een selectie kleine kopieën het interieur siert. Ik vroeg manager Hendra een foto van mij te maken met de gg's, waarop hij mij direct de weder-vraag stelde of ik wel wist wie dat waren en zo verviel ik dan weer in de rol die mij het beste ligt en vertelde over de goede Idenburg, de kwade Van Heutsz en de grote staatsman Fock. Stadhuis en Café Batavia zijn gelegen in *Kota*. De oude stad was het handelsdistrict van Batavia bij de Grote Rivier. Hier liggen dan ook

ontelbare voetstappen van Van den Berg. Daar komt bij dat in deze – inmiddels nogal vervallen – buurt het Batavia van *tempo doelo* nog enigszins te herkennen valt. Zo beleeft men dan wat de grote historicus Hui-

zinga 'de historische sensatie' noemde, het gevoel dat het verleden naderbij komt.

Op de laatste dag van mijn drieweeks verblijf ben ik afscheid gaan nemen van de heer Djatiwulejo en heb hem gecomplimenteerd met het fraaie archief en zijn behulpzame medewerkers. Vervolgens nam hij mij onmiddellijk mee naar de gouverneur van de Bank dr. Syahril Sabirin om hem dat ook te vertellen. Er volgde een gedenkwaardige ontmoeting met de *gubernur* in zijn zeer indrukwekkende werkkamer. Als oosterse despoten in enorme crapauds naast elkaar gezeten met een tafeltje in het midden wisselden wij beleefde conversatie. Djatiwulejo leidde op geruime afstand vanaf een al even reusachtige bank af en toe het gesprek terug naar zijn archief. Natuurlijk besloot de *gubernur* met de vraag zijn rechthartelijke groeten aan president Welink over te brengen. En zo reikten de beide opvolgers van president Van den Berg elkaar via zijn biograaf over duizenden kilometers afstand de hand. Een waardig besluit van drie weken in de voetsporen van de vroegere president. ●

### **Jan Rutger van Zwet**

De biografie van N.P. van den Berg verschijnt najaar 2003.

De inflatie in het eurogebied heeft zich al geruime tijd iets boven, maar dicht bij 2% bewogen. Dat de stijging van het prijspeil in het eurogebied iets hoger was dan de definitie van prijsstabiliteit die de Europese Centrale Bank (ECB) hanteert, een stijging van de consumentenprijzen minder dan 2% per jaar, hangt vooral samen met incidentele factoren die het prijspeil in het eurogebied, hopelijk tijdelijk, hebben opgedreven. Sommige critici vragen zich in dit verband af of de definitie van prijsstabiliteit die de ECB zich heeft opgelegd nog wel deugt. Blijkt uit het feit dat de inflatie zich hardnekkig boven 2% beweegt niet dat de definitie van de ECB te ambitieus is?

## Wat is prijsstabiliteit?

Wanneer een centrale bankier met dit soort kritiek wordt geconfronteerd, voelt hij zich, paradoxaal genoeg, in zijn element. Toch is het geen eenvoudige opgave een korte maar passende reactie te geven op de stelling dat de ECB-definitie van prijsstabiliteit niet deugt.

In de eerste plaats de feiten. Sinds de invoering van de euro, op 1 januari 1999, bedraagt de inflatie in het eurogebied gemiddeld 2% per jaar. Toegegeven, deze inflatie ligt aan de bovenkant van hetgeen de ECB als aanvaardbaar acht. Echter, op basis van de historische inflatie-

ontwikkeling is er geen reden om te concluderen dat de ECB-definitie van prijsstabiliteit te ambitieus is.

De financiële markten delen deze opvatting. De verwachte inflatie, af te leiden uit het rendement op zogenoemde geïndexeerde leningen, beweegt zich consequent beneden 2%.

Geen enkele definitie van prijsstabiliteit is perfect. Feit is dat inflatie een onwenselijk fenomeen is, maar bij welke stijging van het prijspeil inflatie precies onwenselijk wordt, is moeilijk vast te stellen. Letterlijk opgevat impliceert prijsstabiliteit, de primaire doelstelling van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB), dat inflatie helemaal niet mag worden getolereerd. Omdat het wegens allerlei statistische meetproblemen praktisch onmogelijk is om exact te bepalen of er sprake is van inflatie, heeft de ECB prijsstabiliteit wat ruimer gedefinieerd.

Wanneer de ECB een inflatie van 0% zou nastreven, bestaat het risico dat de werkelijke inflatie, wegens de aangehaalde meetproblemen,

negatief is (deflatie). En dit is ook niet de bedoeling.

Nog even over de reeds genoemde meetproblemen. Volgens sommige onderzoeken leiden deze problemen ertoe dat de gemeten prijsstijging de werkelijke inflatie systematisch overschat. Met andere woorden, de werkelijke inflatie is lager dan de gemeten inflatie. Dit pleit voor een relatief ruime definitie van prijsstabiliteit. De ECB meet inflatie op basis van het geharmoniseerde indexcijfer voor de consumentenprijzen (HICP). Deze maatstaf is eind jaren negentig ontwikkeld en is één van de meest accurate indicatoren om inflatie te meten. Het is dus aanneembaar dat de meetproblemen, en de overschatting van de werkelijke inflatie, in het eurogebied minder groot zijn.

Wanneer we het hierover eens kunnen worden, wat is dan een acceptabele bovengrens voor de definitie van prijsstabiliteit? Zoals gezegd, economisch onderzoek levert wat dit betreft geen uitsluitel. Toen de Raad van Bestuur van de ECB met deze vraag werd geconfronteerd, is voor een pragmatische maar ook in economisch opzicht redelijke oplossing gekozen. Voor de invoering van de euro hadden veel centrale banken in Europa prijsstabiliteit al gedefinieerd als een inflatie van minder dan 2% per jaar. Deze centrale banken hebben met succes hun beleid op deze definitie gehanteerd. Een logische erfenis voor de ECB dus.



Olaf Sleijpen,  
adviseur van de president van  
de Europese Centrale Bank

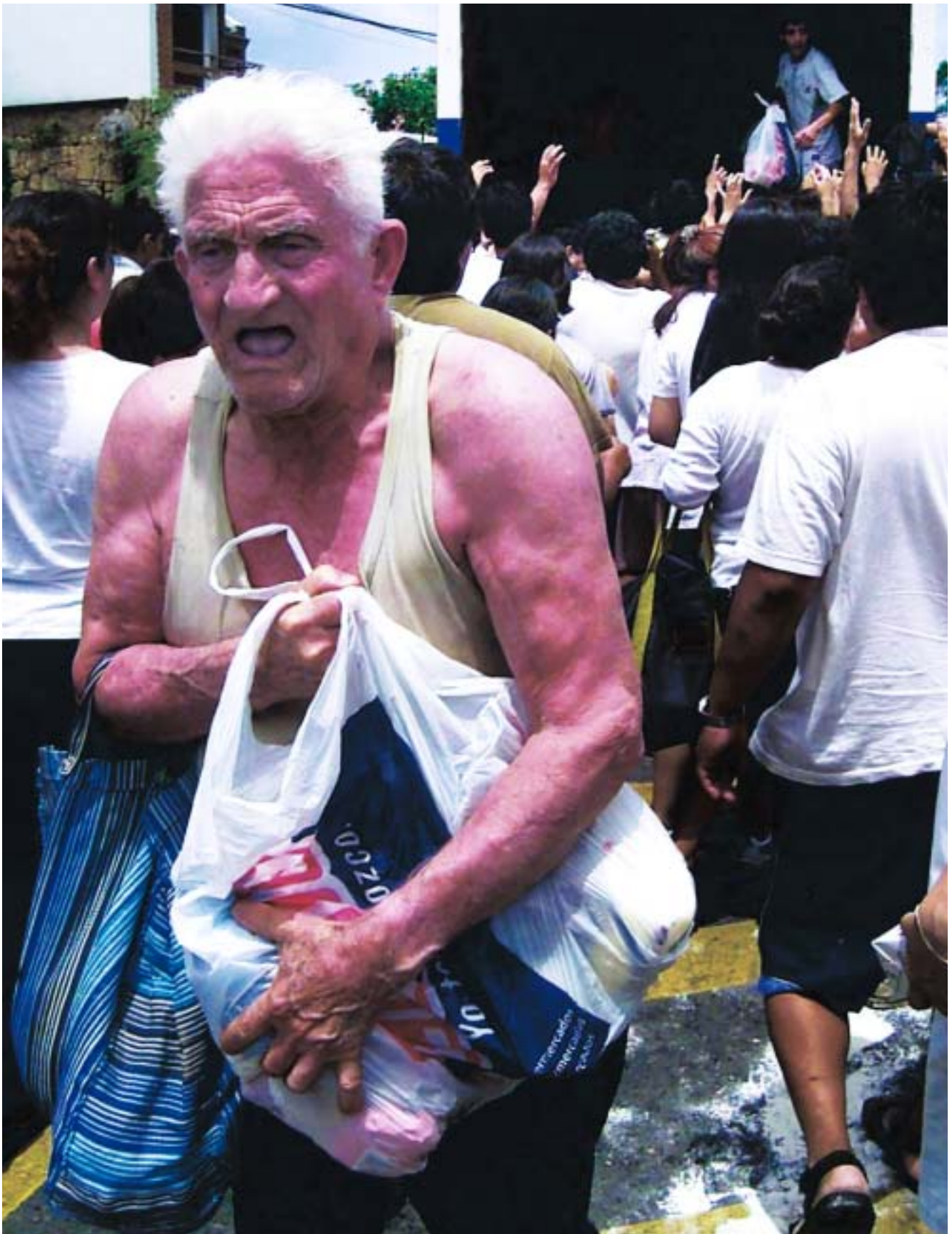
# Financiële stabiliteit in opkomende economieën hoog op beleidsagenda

**Eén van de kerntaken van DNB is bevordering van financiële stabiliteit, zowel op nationaal als op internationaal niveau. Immers, problemen buiten Nederland kunnen flinke gevolgen hebben voor de Nederlandse economie en, meer in het bijzonder, voor onze internationaal georiënteerde financiële sector. De stabiliteit van het internationale financiële stelsel wordt mede bepaald door de toestand in opkomende economieën en staat hoog op de beleidsagenda.**

De huidige toestand in de opkomende economieën was één van de onderwerpen die tijdens het bezoek van Horst Köhler, de *Managing Director* van het Internationale Monetaire Fonds (IMF) aan Nederland, aan de orde is geweest. Dit bezoek was overigens opmerkelijk, aangezien het alweer zeven jaar geleden is dat voor het laatst een voorman van het IMF (destijds Michel Camdessus) een officieel bezoek bracht aan ons land. Nederland is één van de oprichters en trouwe pleitbezorgers van het IMF. Het Fonds tracht de internationale financiële stabiliteit en de liberalisering van het handels- en kapitaalverkeer te bevorderen, waarbij een open economie als die van Nederland groot belang heeft. Omgekeerd draagt Nederland bij aan de consensusvorming tussen crediteuren- en debiteurenlanden binnen het IMF. Als crediteurland vertegenwoordigt Nederland in het dagelijks bestuur van het IMF namelijk een kiesgroep van een elftal Zuidoost-Europese landen, die over het algemeen gebruik maken van IMF-kredieten. Om tot een efficiënter opereren van het IMF te komen, heeft Nederland het beleidsvoornemen van Köhler, om de activiteiten van het Fonds te stroomlijnen en beter te concentreren op de kerntaken, de laatste twee jaar overigens krachtig ondersteund.

Het programma startte op de Bank met een ontmoeting tussen Köhler, topmensen uit het Nederlandse bankwezen en de directie van de Bank. Tijdens de bijeenkomst werd ingegaan op het nieuwe IMF-initiatief om te komen tot een formele procedure voor een soepelere herstructurering van overheidschulden van opkomende economieën die in een crisis zijn geraakt. Zo'n procedure moet een einde maken aan de chaos die internationale betalingsstops nu tot gevolg hebben. Recentelijk is door de Verenigde Staten, en ook door ver-





Bron: ANP

*Buenos Aires, Argentinië, december 2001. Supermarkten delen gratis eten uit om plunderingen te voorkomen tijdens de crisis in Argentinië*

schillende private marktpartijen, geopperd dat een contractuele oplossing eenvoudiger en meer marktconform zou zijn en daarom betere perspectieven zou bieden. Onder deze oplossing worden in obligatiecontracten clausules opgenomen, op basis waarvan een meerderheid van de obligatiehouders kan beslissen over het al dan niet herstructureren van de obligaties. Momenteel is het over het algemeen nog zo, dat elke individuele obligatiehouder een dergelijke herstructurering kan blokkeren, hetgeen het zeer moeilijk maakt om op een ordelijke manier een financiële crisis te boven te komen. Köhler benadrukte dat zulke clausules inderdaad erg nuttig zijn, maar dat zij moeten worden gezien als een aanvullend instrument. Een formele procedure, zoals voorgesteld door het IMF, blijft onontbeerlijk. De scepsis van de Amerikanen heeft de ambities van het Fonds in dit verband geenszins verminderd, aldus Köhler. Na het Bankbezoek vertrok Köhler naar Den Haag, waar hij sprak met onder andere premier Kok en de ministers Zalm en Herfkens, kamerleden en vertegenwoordigers van non-gouvernementele organisaties.

De toestand in de opkomende economieën stond ook centraal tijdens een tweedaags congres dat de Bank, samen met het Forum on Debt and Development (FONDAD), deze zomer organiseerde. Academics, zoals Charles Wyplosz, (inter-)nationale beleidsmakers, zoals de Hongaarse vice-Gouverneur György Szapáry, alsmede vertegenwoordigers van commerciële instellingen bespraken de situatie in achtereenvolgens Latijns Amerika, Centraal- en Oost-Europa en Azië.

Voor wat betreft Latijns Amerika werd er met name gesproken over de oorzaken van, en de oplossingen voor, de diepe financiële crisis die Argentinië eind vorig jaar trof. Zoals meestal het geval is, moet ook de oorzaak van deze crisis worden gezocht in een combinatie van factoren. Zo had Argentinië de koers van haar munt, de peso, vastgeklonken aan de Amerikaanse dollar. Onder andere door de appreciatie van de dollar en de devaluatie van de munt van Brazilië (de belangrijkste handelspartner van Argentinië) was de concurrentiepositie van Argentinië fors ver-



*Directeur Henk Brouwer, President Nout Wellink, de Nederlandse Executive Director van het IMF Onno de Beaufort Wijnholds en IMF Managing Director Horst Köhler*

slechterd. Hierdoor bleek het voor Argentinië steeds moeilijker om via exporten dollars te genereren. Deze dollaropbrengsten had het land echter hard nodig om de verplichtingen uit hoofde van haar grote buitenlandse (met name overheids-)schuld, die ongeveer 400% van de exportopbrengsten bedraagt, na te komen. Marktpartijen werden zich steeds meer bewust van de onhoudbare situatie, hetgeen leidde tot massale kapitaalvlucht uit Argentinië. Uiteindelijk werden de Argentijnse autoriteiten hierdoor gedwongen de vaste wisselkoerskoppeling op te geven en een terugbetalingsstop op de buitenlandse schuld af te kondigen.

Om uit deze diepe crisis te komen, werd tijdens het congres een aantal noodzakelijke stappen geïdentificeerd. Zo moet allereerst de naleving van de eigendomsrechten weer worden hersteld. Ook moet de Argentijnse overheid de publieke financiën weer gezond maken, waarvoor bindende afspraken met de sterk autonome provincies nodig zijn. Daarnaast zou Argentinië niet moeten dollariseren – omdat dan het binnenlandse monetaire regime

**Het te snel nastreven van lage inflatie die nodig is voor EMU-deelname kan ten koste gaan van economische groei en werkgelegenheid in kandidaatlidstaten EU**

nog steeds zou zijn afgestemd op dat van de VS – maar eerder op een monetair regime als *inflation targeting* moeten overstappen. Nadat deze maatregelen zijn getroffen en het vertrouwen weer wat is hersteld, zou de Argentijnse overheid met haar schuldeisers tot overeenstemming moeten komen over een schuldhervorming.

Ten aanzien van de opkomende economieën in Centraal- en Oost-Europa werd gesproken over de financiële sector in deze landen, en over de vraag wanneer landen uit deze regio die binnen een aantal jaren lid worden van de Europese Unie (EU), tot de Economische en Monetaire Unie (EMU) moeten toetreden. Geconcludeerd werd dat de financiële sector in de meeste landen inmiddels redelijk solide is. Desalniettemin liggen nog grote

uitdagingen in het verschiet, met name in het licht van de naderende EU-toetreding. Zo ondervinden de zogenaamde 'kandidaatlidstaten' momenteel reeds een forse instroom van buitenlands kapitaal. Banken in deze landen gebruiken dit kapitaal, dat doorgaans een korte looptijd heeft, voor langlopende binnenlandse uitzettingen. Dit impliceert dat, mocht de instroom om wat voor reden dan ook omslaan in een kapitaaluitstroom, banken aanzienlijke valuta- en looptijdsrisico's lopen. Tijdens het congres werd nogmaals duidelijk dat de meeste kandidaatlidstaten na EU-toetreding zo snel mogelijk de EMU in willen. De kandidaatlidstaten zijn immers economisch al sterk geïntegreerd met de huidige landen uit het eurogebied. Ook zouden ze door overname van de euro geen last meer hebben van wisselkoersvolatiliteit ten opzichte van de euro. Tegelijkertijd werd echter benadrukt dat dit met hoge kosten gepaard zou kunnen gaan. Zo zou het te snel nastreven van lage inflatie die nodig is voor EMU-deelname, ten koste kunnen gaan van de economische groei en de werkgelegenheid, en daarmee het relatieve welvaartspeil in deze landen. Ook zou een zekere mate van wisselkoersflexibiliteit deze landen juist in staat stellen landspecifieke schokken op te vangen, hetgeen bij deelname aan de EMU niet meer mogelijk is.

Tot slot pleitten tijdens het congres met name de vertegenwoordigers uit Azië voor grotere regionale integratie in het betreffende continent. Dit zou vorm moeten krijgen door een onderlinge koppeling van de wisselkoersen van de belangrijkste Aziatische economieën, hetgeen uiteindelijk zou moeten leiden tot een Aziatische Monetaire Unie. Ook waren zij voorstander van oprichting van een Aziatisch Monetair Fonds, een soort regionaal IMF. Het is echter de vraag of een regionaal (Aziatisch) Monetair Fonds in de praktijk goed zou kunnen werken, aangezien juist de Azië-crisis heeft aangetoond dat een crisis via besmettingseffecten regionale gevolgen kan hebben, die beter met een mondiaal vangnet kunnen worden geabsorbeerd.

Al met al kan worden gesteld dat de preventie van financiële crises in opkomende economieën de nodige aandacht op de internationale agenda verdient en krijgt. Zoals de recente ontwikkelingen in Latijns Amerika echter illustreren, zijn financiële crises nooit helemaal uit te sluiten. Wel kan de frequentie en de hevigheid van crises worden beperkt. ●

**David Hofman, Mark Teunissen en Marc de Vor**



# De overschotnorm

Het nieuwe regeerakkoord heeft een heldere nieuwe begrotingsnorm opgeleverd. Met het oog op de reeds ingezette vergrijzingstrend streeft het kabinet naar een begrotingsoverschot van 1% van het bruto binnenlands product (bbp) in 2006. Dit is in historisch perspectief gezien een norm die er mag zijn. Ook gezien vanuit Europa zal deze begrotingsnorm de kritiek kunnen weerstaan. Immers, het Verdrag van Maastricht zegt dat het saldo tenminste -3% bbp moet bedragen. Ten einde daar in goede maar juist ook in economisch slechte tijden aan te kunnen blijven voldoen, hebben de regeringsleiders in Amsterdam (1997) afgesproken te streven naar minimaal een sluitende begroting. Het kabinet gaat nog een stap verder door geen tekort meer te willen begroten.

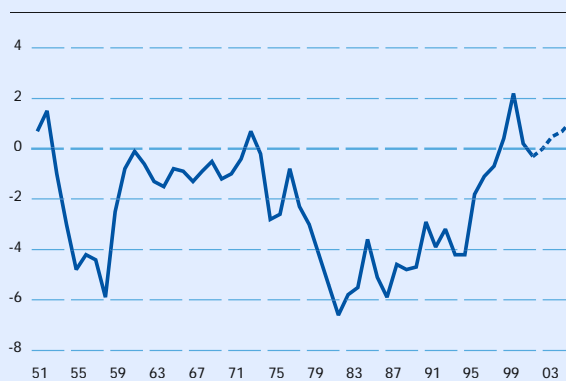
Ons land heeft een rijke traditie op het gebied van begrotingsnormen. In de naoorlogse periode hebben 22 kabinetten zeven verschillende begrotingsnormen gehanteerd, vaak informeel genoemd naar de minister van Financiën die de norm heeft geïntroduceerd. Zo is er een Zijlstra-norm en een Duisenbergnorm. Nog steeds actueel is de Zalmnorm, die aangrijpt bij de uitgavenkant van de begroting en voor elk jaar in de kabinetsperiode het maximumbedrag (in reële termen) vastlegt dat de overheid mag uitgeven. Deze systematiek wordt als zodanig overgenomen door het nieuwe kabinet. Nieuw is dat de financiële hoofddoelstelling van het kabinet een overschotnorm is, en wel van 1% bbp. Het vorige kabinet was er weliswaar in geslaagd een overschot te bereiken, maar dat was deels mogelijk vanwege een gunstigere dan verwachte conjunctuur. Het nieuwe kabinet kan echter voortbouwen op de gezonde

financiële basis die het vorige kabinet heeft achtergelaten (zie grafiek): de chronische tekorten zijn verleden tijd. In een solide begrotingsbeleid past ook het jezelf niet rijk rekenen; het kabinet gaat uit van gemiddeld 2,5% groei van de economie in de komende vier jaar, ongeveer gelijk aan het langjarig gemiddelde.

Is het wel verstandig te streven naar een overschot, gezien de minder gunstige economische omstandigheden en de daarmee gepaard gaande tegenvallers voor de overheidsfinanciën? Ja. De overschotnorm moet worden gezien als een doelstelling met een lange horizon: het houdbaar maken van de overheidsfinanciën in het licht van de vergrijzing. Op basis van de huidige berekeningen betekent dat het wegwerken van de staatsschuld in één generatie, hetgeen met zoveel woorden in het regeerakkoord ook wordt opgemerkt. Hiervoor is het wel

Begrotingssaldo Nederland

In procenten bbp



Bron: cpb; 2003 t/m 2006 op basis van regeerakkoord



nodig dat in de jaren na 2006 het door dit kabinet ingezette streven van substantiële overschotten blijft gehandhaafd. De overschotdoelstelling staat in deze zin los van de conjuncturele situatie.

Het kabinet gaat echter nog een stap verder en heeft verklaard in het geheel geen tekorten meer te willen begroten op de komende vier Prinsjesdagen (zie gestippelde lijn in de grafiek). Ook voor het aanstaande begrotingsjaar 2003 niet. Dit uitgangspunt stelt het kabinet voor een zware opgave, aangezien zonder nader beleid het begrotingssaldo in 2003 kan uitkomen op  $-0,7\%$  bbp. Dit impliceert dat de geplande bezuinigingen en lastenverzwaringen moeten worden geconcentreerd in het eerste jaar. Voorts is met ingang van 2005 een lastenverlichting in het vooruitzicht gesteld, mede ter compensatie van de inkomenseffecten die gepaard gaan met de invoering van het nieuwe financieelstelsel voor de zorg. Hiermee ontstaat in de komende vier jaar dus een patroon van lastenverzwaringen in de eerste twee jaar en lastenverlichtingen in de tweede helft van de kabinetsperiode. Per saldo zijn de lasten in 2006 evenhoog als in 2002. Ook heeft het kabinet toegezegd dat bij begrotingsoverschotten van meer dan  $1\%$  bbp een kwart (tot een maximum van 1 miljard euro) van het meerdere aan extra lastenverlichting voor werkgevers mag worden besteed (meevallerformule).

Geen ex ante tekorten meer is op zich een heldere begrotingsregel. De

vraag is alleen of de daarvoor te betalen prijs niet aan de hoge kant is: er bestaat een gerede kans dat het beleid conjunctuurversterkend (procyclisch) zal uitpakken. De gemiddelde laagconjunctuur in Nederland duurt ongeveer 7 kwartalen. Het dieptepunt van de huidige cyclus ligt vermoedelijk in de zomer van 2002 en daarna zal de economie aantrekken. In het begin van de kabinetsperiode is de economie dus nog in een laagconjunctuur, lastenverzwaringen helpen dan niet om de economie te stimuleren. In de tweede helft van de kabinetsperiode zou de groei verder kunnen aantrekken dan thans is verondersteld, waardoor het saldo aan het einde van de kabinetsperiode boven  $1\%$  bbp zou kunnen uitkomen. Toepassing van de hierboven genoemde meevallerformule leidt dan bovendien tot nog meer lastenverlichting.

Tijdens het vorige kabinet is de macro-economische stabilisatiefunctie van de begroting niet helemaal uit de verf gekomen. Met die functie wordt bedoeld op het mechanisme dat van de inkomstenkant van de begroting een conjunctuurdempende invloed kan uitgaan door juist niet aan de 'belasting- en premie knoppen' te zitten. Door de belasting- en premietarieven constant te houden zal bij een opgaande (neergaande) conjunctuur relatief meer (minder) belasting worden afgedragen door de particuliere sector waardoor de bestedingen worden geremd (gestimuleerd). Hoewel hiervan geen

wonderen moeten worden verwacht is deze functie de afgelopen jaren belangrijker geworden. Als onderdeel van een monetaire unie heeft een land, naast het loonkosten- 'instrument', geen andere instrumenten die op korte termijn tegenwicht kunnen bieden aan conjuncturele schommelingen. Al met al plaatst de huidige neergang het kabinet voor de lastige afruil: structureel gericht (zo snel mogelijk het overheidssaldo 'vergrijzings-proof' maken) versus conjunctureel gericht (vermijden dat de begroting procyclisch gaat uitpakken). De in het regeerakkoord gemaakte keuze laat geen twijfel bestaan over de wil om de begroting zo spoedig mogelijk een gezonde structurele basis te geven.



*Ron Berndsen*

*De auteur is adjunct-afdelingsdirecteur Monetair en economisch beleid van de Nederlandsche Bank. Dit commentaar schrijft hij op persoonlijke titel.*

# Hoe controleert DNB zichzelf?

Interne-accountantsdienst: brede aanpak van risico's

**De Interne-accountantsdienst (Iad) neemt een bijzondere positie in binnen de Nederlandsche Bank. Ze is volstrekt onafhankelijk, zit dicht op de besluitvorming en voert interne accountantscontrole uit op alle processen die zich binnen DNB afspelen. Daarnaast neemt de afdeling een bijzondere plek in binnen het vakgebied accountancy, zegt Huib Schotsman, hoofd van de afdeling. 'In de loop der jaren is er behoorlijk wat veranderd. Vijftien jaar geleden zag de Iad er compleet anders uit en was van een professioneel normenkader nauwelijks sprake.'**

**Een gesprek over 'breed gaan', *Corporate Governance* en de realiteit van het accountantsvak. 'Als centrale bank moet je altijd het goede voorbeeld geven.'**

Tweeëntwintig jaar geleden trad Huib Schotsman in dienst van de Bank. Daarvoor werkte hij als commercieel econoom in het bedrijfsleven, stapte over naar de accountancy en was onder andere in dienst – 'ik durf het haast niet te zeggen', grapt hij – bij het accountantskantoor Arthur Andersen. Vijf jaar verrichtte hij bij de Bank onderzoeken als Toezichthouder. Totdat hij werd gevraagd de Interne accountantsdienst te gaan inrichten en managen. Hij legde samen met anderen de basis voor wat nu een op professionele leest geschoeide Iad is, met hoog opgeleide en ervaren vakmensen, werkend binnen een strak normenkader en een brede kijk op IT-systemen en processen die voor DNB op energerlei wijze risicogevend kunnen zijn. Een afdeling die een onafhankelijke positie inneemt en waarnaar zowel vanuit de directie als de rest van DNB serieus geluisterd wordt.

Schotsman: 'Toen ik zeventien jaar geleden het Toezicht waarwel zei, vroegen mensen mij wat mij trok in deze baan. Of ik van plan was om mijn verdere leven procedures te gaan bekijken? Ze waren er stellig van overtuigd dat ik het externe toezicht zou gaan missen. Maar ze hebben ongelijk gekregen. Want al ontbreekt bij een centrale bank misschien de commercial drive, het is een zeer interessante en complexe organisatie waarin miljarden omgaan. Er is wat dat betreft spanning genoeg. Het is erg leuk en uitdagend om een afdeling als de Iad te helpen uitbouwen en concreet vorm te geven.'

## IT-systemen

Het beeld dat er van het accountantsvak vroeger bestond, is niet meer. Het is totaal veranderd. 'Een accountant is al lang niet meer iemand die met de rode pen controles uitvoert en zit te vinken', aldus Schotsman. 'Gelukkig niet, zou ik haast zeggen. Accountancy heeft zich ontwikkeld tot een breder en volwassener vakgebied waarin heel veel verschillende takken van sport zijn geïntegreerd. Denk maar aan informatietechnologie. IT is zo'n belangrijk onderdeel geworden van organisaties, en heeft binnen DNB zo'n grote invloed op processen, dat wij als Iad het van het begin af aan heel belangrijk vonden om IT-systemen binnen het aandachtsveld te trekken. Dat betekent dat



de Iad vijftien jaar geleden al begonnen is om systemen te controleren. Het uitgangspunt daarbij was en is: toets een IT-systeem voordat je als organisatie daarmee gaat werken. Dat voorkomt een hoop problemen. Het is precies als een APK-keuring voor auto's. Ook die vindt vooraf plaats, heeft een zuiver preventief doel en wordt niet naderhand gedaan om te constateren welke technische gebreken tot een ongeluk hebben geleid.'

### Bijzondere positie

De Iad neemt een bijzondere positie in binnen het accountantsvak. De afdeling heeft de voorbije vijftien jaar een aantal stappen gemaakt die deze bijzondere positie onderstrepen, legt Schotsman uit. Een interne accountant kan breed gaan of heel specifiek opereren binnen een centrale bank, constateert hij. 'Je kunt kiezen voor alleen financiële *audits* of juist niet.' Omdat Schotsman zelf extern accountant is geweest, koos hij bij de Iad voor een brede aanpak, de eerste belangrijke stap naar het hui-

dige profiel van de afdeling. Waarom een brede aanpak? 'Het integraal kijken naar *audits* komt voort uit de risicogedachte. Ik ben daar altijd al een voorstander van geweest. Ook toen al, zo'n tien, vijftien jaar geleden, speelde deze gedachte bij het inrichten van een Interne-accountantsdienst bij de Bank.

Praat je over risico's, dan denk je aan operationele en reputatierisico's met grote materiële gevolgen. Binnen die context zijn veel afdelingen binnen DNB in meer of mindere mate risicogevend. Er kunnen met andere woorden dingen fout gaan die kunnen leiden tot grote financiële consequenties. Als Iad hebben we dus gezegd: we kiezen voor een brede aanpak. Dat is onze *core business*.'

Een tweede grote *move* die binnen de Iad vijftien jaar geleden werd gedaan, was een IT-*audit* in het leven roepen. Schotsman: 'Vijftien jaar geleden begon de informatietechnologie heel snel te groeien. We hebben toen al, avant la lettre, een IT-*audit* opgezet om IT-*audits* professioneel en goed uit te kunnen voe-



ren. De Bank was een van de eerste die daarmee van start ging. Dat is vanaf het prille begin eigenlijk perfect gelopen. Niet in de laatste plaats doordat we vanuit de directie en het management van DNB veel *commitment* kregen om IT-audits te gaan uitvoeren.'

Terugziend constateert Schotsman dat de Iad eigenlijk vanuit het vak is begonnen en dat zij haar werkzaamheden in die vijftien jaar sterk heeft uitgebreid. Hij zegt: 'De onderzoeken van de Iad zijn tegenwoordig heel sterk gericht op managementprocessen. Processen die risico's vormen voor DNB en waarvoor normenkaders aanwezig moeten zijn om deze te kunnen controleren. Het ontwikkelen van dit soort kaders was destijds nieuw en niet eerder vertoond. De accountants die toentertijd bij de Iad werkten, deden meer op persoonlijke titel en konden voor hun werk niet op standards terugvallen.'

## Corporate Governance

De Iad heeft zich het afgelopen decennium sterk geprofessionaliseerd. Schotsman: 'De directie, in feite de gehele Bank, is meegegaan met de ontwikkelingen binnen het vakgebied waarmee ook de Iad als interne accountant werd geconfronteerd. De belangstelling voor standards groeide. Ook *Corporate Governance*, met name erg actueel in Angelsaksische landen, werd steeds belangrijker. Directies van bedrijven kregen de verplichting een paragraaf in hun jaarverslag te wijden aan het beheersen van risico's. Het belang van transparantie en verantwoording afleggen is sterk toegenomen binnen het vak. Raden van commissarissen pleiten voor controlemaatregelen en *accountability*. Samen met directies van bedrijven sporen zij aan tot het bevorderen van *audit-committees*. Ook van overheidswege, vanuit ESCB en vanuit het IMF is er op dit gebied veel aan de hand. Het gaat daarbij om het opstellen van jaarrekeningen en hoe *accountability* in de Bank is georganiseerd. Vanuit het ministerie van Financiën komt het verzoek om dit soort zaken nader toe te lichten.

Er is dus zowel nationaal als internationaal binnen het vakgebied het nodige gaande en het is voor ons vak heel nuttig dat dit soort onderwerpen ter tafel komen. Je wordt op deze manier geconfronteerd met standards die je als interne accountant scherp houden. Even belangrijk is het feit dat je als centrale bank altijd zelf het goede voorbeeld moet geven. Want als je als centrale toezichthouder van banken het nodige eist, dan zul je als DNB op z'n minst zelf aan alle standards moeten voldoen. Daarnaast moet DNB ook standards formuleren en zich niet uitsluitend als 'trendvolger' gedragen. Een standpunt dat door de directie krachtig wordt onderschreven.'

## Aanscherpen kwaliteitseisen

'Naast de noodzaak van *standards* is er een groeiende aandacht voor *risk-management*', zegt Schotsman. 'Risico's worden in kaart gebracht, *audits* uitgevoerd. Belangrijk daarbij is natuurlijk de combinatie van *financial* en IT-audits. Een breed zicht hebben op wat er binnen DNB speelt en risico's beheersbaar maken. Daar draait het bij *risk-management* om.'

Ontwikkelingen in de wereld zijn van invloed op het accountantsvak, constateert hij. 'Accountants zullen ook zelf worden getoetst op hun onafhankelijkheid. Een gevolg van de actuele gebeurtenissen in de wereld. Onlangs konden we in de krant lezen dat accountants maximaal zeven jaar beursgenoteerde ondernemingen mogen controleren. Daarna moet een collega de controle overnemen. Dit soort verscherpte regels moet de onafhankelijkheid van de accountant waarborgen.'

Door wat zich vorig jaar in de Verenigde Staten heeft voorgedaan, ligt onafhankelijkheid bij accountants nu onder vuur, zegt Schotsman. 'Na de ondergang in november van de energiehandelaar Enron is dat heel begrijpelijk. Het toezicht op externe accountants wordt aanzienlijk verscherpt. Ook kijkend naar recente gebeurtenissen en vermeende beschuldigingen bij bedrijven als Worldcom en Xerox wordt de roep om strengere regels groter.'

## Onmisbare schakel

Met de toenemende aandacht voor *accountability* en *independence* signaleert Schotsman nieuwe uitdagingen voor het management en interne accountants. Het management zal voor haar primaire taak, beheersen van processen, nieuwe technieken moeten toepassen. Hij ziet in het vakgebied een spanningsveld tussen enerzijds de externe accountants, die steeds preciezer gaan afbakenen wat hun werkzaamheden inhouden en welke accountantsverklaringen daarbij kunnen worden afgegeven. 'Anderzijds', zegt hij, 'zijn er ontwikkelingen bij opdrachten aan interne accountants voor onafhankelijke onderzoeken, waarbij een verklaring bij de beheersing van processen in de organisatie voorop staat. De interne accountant wordt daarin gepositioneerd als een onmisbare schakel in de managementcyclus, terwijl de externe accountant zich (in samenwerking met de Iad) primair op de financiële cijfers van de organisatie richt.' ●

## Alexander Haje



# Inez van Lamsweerde

**De kunstcollectie van de Bank bevat zeer divers werk. Kunstpodium belicht bijzondere stukken uit deze verzameling. De kunstenaar, zijn werkwijze of de totstandkoming van het werk worden hier besproken.**

De Nederlandsche Bank kreeg dit jaar de uitnodiging om mee te werken aan het landenproject 'Hedendaagse Kunst in Europa', georganiseerd door de Europese Centrale Bank. De ECB nodigt hiervoor telkens een nationale centrale Bank uit een tentoonstelling te verzorgen met hedendaagse kunst uit eigen land.

DNB heeft in Frankfurt getracht een beeld te geven van de actuele Nederlandse kunstontwikkeling. Het werk van kunstfotografe Inez van Lamsweerde mag daarin niet ontbreken. Van haar bezit de Bank de gestileerde foto *Anastasia* (1994) waarop je een ontbloot bovenlichaam van een jonge vrouw met een maskerachtig gezicht ziet. In haar werk zoekt Van Lamsweerde steeds naar controverses als mooi-lelijk, jong-oud. Daardoor ontstaat gelaagdheid.

Inez van Lamsweerde (Amsterdam, 1963) woont en werkt als kunstfotografe in New York. Door een mix van fotografie en computertechniek creëert Van Lamsweerde een beeld dat de grens tussen natuurlijk en kunstmatig, tussen echt en nep uitvlakt. Mannequins verandert ze in gewone mensen, mensen van vlees en bloed in artefacten, zoals *Anastasia* met haar onnatuurlijk perfecte huid en klinisch maagdelijke uitstraling.

Voor de tentoonstelling in Frankfurt werd de serie *The Widow* (1997) van Van Lamsweerde en haar collega Vinoodt Matadin uitgekozen, die niet tot de collectie van DNB behoort. Voor deze serie ontving Van Lamsweerde in 1999 de Maria Austriaprijs. De serie toont een uitsnede van het gezicht van het kindermodel Kirsten in drie kleuren kostuums: zwart, wit en rood. *The Widow, white* is de meest onschuldige van de drie. Haar zwarte gezicht drukt rouw uit, maar de rode blosjes op haar wangen, haar lichtelijk rode lippen en haar geloken ogen prikkelen de geest sensueel. Dit effect

wordt versterkt door de wederhelften, *The Widow, black* en *red*. Hierin winden Van Lamsweerde en Matadin geen doekjes om de seksuele suggestie die Kirsten's kleding en gelaatsuitdrukking wekken.

De expositie bij de ECB duurt tot 20 september. Er is tevens een catalogus uitgegeven.

**Marlies Dijkstra**



*Anastasia (1994)*



## DNB Research Seminars

**Deze seminars zijn een platform voor economisch wetenschappelijk onderzoek. Binnen- en buitenlandse wetenschappers bespreken en bediscussieren er hun onderzoeksresultaten.**

*Samenvatting essay: 'Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy', Volker Wieland (Goethe Universiteit Frankfurt), seminar van 7 mei.*

*Co-auteurs: Günter Coenen (ECB) en Andrew Levin (Board of Governors van de Federal Reserve).*

De beslissing van een centrale bank om al dan niet de rente aan te passen, hangt onder andere af van de actuele conjuncturele situatie. Gegevens hierover, in het bijzonder het reële bruto binnenlands product (bbp), zijn echter slechts met enkele maanden vertraging beschikbaar. Bovendien wijken de eerste gepubliceerde bbp-cijfers vaak aanzienlijk af van de veel later gepubliceerde definitieve gegevens. Deze onzekerheid over het reële inkomen heeft nadelige gevolgen voor de doeltreffendheid van monetaire beleidsbeslissingen.

Nauwkeurige gegevens over de geldhoeveelheid zijn doorgaans

echter veel sneller beschikbaar dan gegevens over het reële inkomen.

De auteurs onderzoeken daarom of veranderingen van de geldhoeveelheid een indicatie geven van de ontwikkeling van het reële inkomen. Een toename van het inkomen verhoogt immers ook de vraag naar geld voor transactiedoel-einden. Aan de hand van model-simulaties voor het eurogebied concluderen de auteurs dat monetaire gegevens de onzekerheid over het inkomen inderdaad kunnen reduceren. De winst is echter gering, omdat de geldhoeveelheid niet alleen door het inkomen maar ook door incidentele en tijdelijke factoren wordt beïnvloed. Slechts als men erin slaagt de oorzaken van geld-groeiveranderingen te identificeren zodat het effect van de incidentele factoren op de ontwikkeling van de geldhoeveelheid kan worden uitgeschakeld, vermindert geld de onzekerheid over de conjuncturele situatie substantieel.

*(Carsten Folkertsma)*

## Samenvatting essay:

*'WTO Financial services commitments: determinants and impact on financial stability', Nico Valckx (DNB, FWO-Vlaanderen en Universiteit van Antwerpen), seminar van 18 juni.*

Binnen de Wereldhandelsorganisatie hebben 92 landenlidstaten in 1997 verbintenissen afgesloten over de liberalisering van hun financiële diensten. In dit artikel worden deze verbintenissen gekwantificeerd, geanalyseerd en onderzocht welke de invloed is op financiële stabiliteit. Uit de data blijkt dat Zuid-Azië en Latijns-Amerika de meest restrictieve, en Oost-Azië, Oost-Europa en OESO-landen respectievelijk de meest liberale verbintenissen hebben. Landen met hogere economische groei prefereren doorgaans minder verregaande liberalisering. Landen met een positieve groei in de banksector evenals landen die recent een crisis hebben doorstaan, blijken te kiezen voor meer liberale akkoorden. Tevens blijken belangrijke nabuurschap-effecten te bestaan: landen uit een

zelfde regio of inkomensgroep kiezen massaal voor een zelfde mate van liberalisering. Verder blijkt dat meer crises voorkwamen, gedurende de periode 1997-1999, in landen met een grotere mate van liberalisering. Mogelijk weerspiegelt dit het feit dat de geldende verbintenissen suboptimaal zijn en geamendeerd dienen te worden. De aandacht voor de periode 1997-1999 kan ook een verklaring zijn, met name dat hierdoor de negatieve korte termijn-effecten worden blootgelegd, terwijl op langere termijn de positieve effecten van liberalisering zullen domineren. Eén van de duidelijkste vaststellingen is dat een grotere liberalisatie voor vestiging in vergelijking met grensoverschrijdend dienstenverkeer leidt tot een kleinere kans op wisselkoerscrisis en een grotere kans op bankcrisis. Een verklaring hiervoor is dat voor vestiging enkel kapitaalinstromen, terwijl voor het grensoverschrijdend dienstenaanbod tevens de kapitaaluitstromen geliberaliseerd dienen te worden, hetgeen de volatiliteit en korte termijn-gerichtheid van de stromen vergroot en dus een hogere

kans op wisselkoersinstabiliteit impliceert.

Zij komen tot de conclusie dat zelfs banken die dezelfde scores behaalden, op totaal verschillende wijzen transparant kunnen zijn. Een duidelijk voorbeeld hiervan zijn de ECB en de Fed, die beide een score van 10 hebben op een maximum van 15. De eerstgenoemde bank scoorde hoger op informatie over politieke en economische aspecten, terwijl laatstgenoemde bank een hogere beoordeling kreeg op het punt van informatie over economische en beleidsaspecten.

*(Nico Valckx)*

[Op 2 juli vond plaats het seminar 'Interest rate stepping revisited: Inflation Forecast Targeting in a discrete time menu cost model with regime switching', Eric Schaling, RAU, South Africa. Co-auteur: Raphael Nkomo, RAU.](#)

Ook het essay van dit seminar kunt u opvragen.

## Programma

17 september

*'The Implications of EMU for Real Interest Rates and Public Debt', Roel Beetsma, Universiteit van Amsterdam  
Co-auteur: Koen Vermeylen, Universiteit van Amsterdam*

1 oktober

*'Locational Competitional and Agglomeration: the Role of Government Spending', Steven Brakman, Universiteit van Groningen  
Co-auteurs: Harry Garretsen, Universiteit van Nijmegen en Charles van Marrewijk, Erasmus Universiteit Rotterdam*

*De seminars vinden plaats van 16.00 uur tot 17.30 uur.*

*Het aantal beschikbare plaatsen is beperkt. Voor meer en actuele informatie en het opvragen van essays kunt u contact opnemen met Jacqueline van Breugel, tel. 020- 5243665, e-mail: [j.f.van.breugel@dnb.nl](mailto:j.f.van.breugel@dnb.nl) of de website raadplegen: [www.dnb.nl/research](http://www.dnb.nl/research).*

# Betalingsstelsel TARGET krijgt andere opzet

## Druk internationaal betalingsverkeer roept om harmonisatie

**Het systeem dat de betalings-systemen van de Europese centrale banken aan elkaar koppelt, TARGET, moet op de helling. Het steeds drukkere internationale betalingsverkeer roept om verdergaande harmonisatie binnen het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB). De Europese Centrale Bank buigt zich momenteel over de lastige vraag of het nieuwe systeem een centraal of decentraal karakter zal krijgen.**

Alhoewel het huidige TARGET-systeem voor Nederland prima werkt, kan het efficiënter ingericht worden. Het bankwezen in het eurogebied opereert steeds meer internationaal en wil via eensluidende standaards betalingsopdrachten inleggen, ongeacht de locatie van waaruit deze betalingen worden ingebracht. Vandaar ook de roep vanuit de financiële sector om een verdergaande harmonisatie in TARGET.

### Efficiënt en kostendekkend

Al geruime tijd wordt binnen de ECB over het ontwerp van een vernieuwd TARGET nagedacht. Een nieuw TARGET-systeem moet maximaal veilig zijn, betrouwbaar werken en qua functionaliteit geharmoniseerd zijn. Verder moeten de nationale RTGS-systemen efficiënter opgezet zijn zodat voor de deelnemers de prijs per transactie zo laag mogelijk kan blijven. Verdere samenwerking tussen de nationale centrale banken moet daaraan een bijdrage leveren. Deze doelstelling zou zowel kunnen worden



Op 1 januari 1999 is binnen het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) de derde fase van de monetaire unie van start gegaan. Vanaf dat moment zijn de eurobetaalsystemen van de 15 centrale banken en de Europese Centrale Bank (ECB) aan elkaar gekoppeld onder de naam TARGET. TARGET heeft zich ontwikkeld tot een volwaardig eurobetaalsysteem voor hoogwaardige girale betalingen in euro's. De nationale betaalsystemen bleven hierbij op de gebruikelijke wijze functioneren. Zo beschikt DNB sinds eind 1997 over TOP, een zogeheten *real time gross settlement* (RTGS) systeem. Hierin worden de door de banken ingelegde betalingen gedurende de dag post voor post verwerkt. De begunstigde bank kan per direct over het overgemaakte bedrag beschikken. Op deze manier loopt een commerciële bank geen kredietrisico op andere banken. De Nederlandsche Bank draagt zo actief een steentje bij aan de zorg voor financiële stabiliteit in Nederland.

gerealiseerd met een volledig nieuw, centraal opgezet systeem, als met een verdergaande stapsgewijze harmonisatie van de nationale systemen.

Met decentrale systemen kan de dienstverlening op Europese schaal gemakkelijk gecombineerd worden met lokale dienstverlening. Er zijn ook varianten op het decentrale model denkbaar die aan kleinere centrale banken de mogelijkheid bieden om de kosten van een eigen ontwerp te beperken door gezamenlijke bouw van systemen of aansluiting bij grotere systemen. Voor de Nederlandsche Bank staat voorop dat de functionaliteit die nu aan banken geboden wordt, zoveel mogelijk intact moet worden gehouden. Het risico bestaat dat bij een centraal systeem bepaalde specifiek Nederlandse voorzieningen komen te vervallen. De ECB-raad zal op korte termijn de knoop doorhakken over de te volgen marsroute. Hoe de uitslag ook zal zijn, het zal



ongetwijfeld een nieuwe dynamiek opleveren voor het zich voortdurend ontwikkelende betalingsverkeer, een van de kerntaken van de Nederlandsche Bank.

## Bank der banken

De Nederlandsche Bank staat al van oudsher te boek als de Bank der banken. In het kader van het monetaire beleid door DNB moesten de banken rekeningen aanhouden bij de Nederlandsche Bank. Zo kon DNB snel en effectief haar monetaire beleidsinstrumentarium in stelling brengen om zorg te dragen voor prijsstabiliteit. Sinds DNB deel uit maakt van het euro-systeem is de bevoegdheid tot het voeren van zelfstandig monetair beleid verloren gegaan. Wel wordt de feitelijke invulling van de monetaire beleidsbeslissingen (zoals het verplicht aanhouden van kasreserves door de banken bij DNB) nog altijd overgelaten aan de nationale centrale banken.

Omdat alle banken een rekening aanhouden bij hun nationale centrale bank, ligt het voor de hand dat deze banken ook de onderlinge betalingen via deze rekening afwikkelen. Bovendien hoeven ze zich geen zorgen te maken over de kredietwaardigheid van de partij waar het geld wordt aangehouden. Centrale bankgeld is immers de meest veilige vorm waarin giraal geld kan worden aangehouden omdat een centrale bank, anders dan een commerciële bank, feitelijk niet failliet kan gaan. Op deze

betalingen geven zij veelal de voorkeur aan het via de Euro Banking Association aangeboden commerciële alternatief Euro 1.

## Uitwijkscenario's

Gezien het hoogkritische karakter van het betalingsverkeer in TOP/TARGET is het van cruciaal belang dat het systeem zonder haperingen functioneert. Wanneer het systeem enkele uren uit de lucht zou zijn, ondervindt het betalingsverkeer binnen het eurogebied ernstige problemen en kan de geldmarkt verstoord raken. De Afdeling Bve ziet er nauwlettend op toe dat de procesgang ongestoord verloopt. Dankzij een veelheid van maatregelen is de Bank er in geslaagd een hoge beschikbaarheidsgraad van TOP/TARGET te realiseren, ruim uitkomend boven 99,5%. Verder heeft de Afdeling Bve samen met de automatiseringsafdelingen van DNB intern en extern uitwijkvoorzieningen gecreëerd om ook in geval van calamiteiten het betalingsverkeer in de lucht te houden. Met regelmaat worden de opgestelde uitwijkscenario's getest.

De Nederlandsche Bank neemt een centrale rol in bij het veilig afwikkelen van het hoogwaardige girale betalingsverkeer in euro's. Voor de Nederlandse banken fungeert DNB als een



manier heeft een van de kerntaken van de Nederlandsche Bank de afgelopen jaren sterk aan betekenis gewonnen.

Iedere dag verwerkt de Afdeling Betalingsverkeer en effecten (Bve) op de Bank nagenoeg volautomatisch zo'n 85 miljard euro aan uitgaande betalingen in TOP/TARGET. Dit bedrag krijgt des te meer relif als we weten dat de omvang van uitstaande bankbiljetten in ons land zo'n 12 miljard euro bedraagt. In één week tijd gaat het gehele Nederlandse bruto binnenlandse product van één jaar als betalingen bij DNB de deur uit. Individuele betalingen van meer dan 1 miljard euro zijn daarbij geen uitzondering. Willen sommige landen TARGET nog wel eens gebruiken voor relatief geringe bedragen, de Nederlandse banken maken een efficiënt gebruik van TARGET. Voor de kleinere

natuurlijk vertrekpunt voor dergelijke betaalopdrachten. Wel moet afgewacht worden in hoeverre banken voor delen van hun betalingsverkeer de voorkeur zullen geven aan de verwerking in (commerciële) betaalsystemen die door de markt zelf zijn ontwikkeld. De RTGS-systemen van centrale banken zullen in dat marktsegment concurrentie ondervinden van deze particuliere initiatieven. Het is hierbij aan de banken zelf een afweging te maken hoe zij hun betaalopdrachten routeren. Met een dienstverlenende, professionele opstelling zal DNB de banken als klant aan zich moeten binden. ●

**Hetty Bruinse**

Op 1 januari 1999 is de Economische en Monetaire Unie (EMU) met elf landen, waaronder Nederland, van start gegaan. De EMU is inmiddels uitgebreid met Griekenland. De euro is ingevoerd en de Nederlandsche Bank maakt deel uit van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB). Deze veranderingen zijn van grote invloed op de Nederlandse samenleving en het werkterrein van de Nederlandsche Bank. In het Voorlichtingscentrum van de Bank wordt ingespeeld op deze en tal van andere zaken.

## Voorlichtingscentrum

Met behulp van een levendige multimediatpresentatie maakt u allereerst kennis met de taken en werkwijze van de Nederlandsche Bank en de Europese Centrale Bank (ECB). In de expositieruimte worden deze onderwerpen uitgediept. Ook kunt u zelf participeren. Zo kunt u even plaatsnemen op de stoel van een bankdirecteur en deelnemen aan de dagelijkse activiteiten van een particuliere bank. Via computer, telefoon en drie monitoren ontvangt de 'directeur' allerlei berichten, vragen en opdrachten, die hij zo goed mogelijk moet beantwoorden en oplossen. Na afloop van het spel wordt via de eindscore duidelijk hoe goed de 'directeur' heeft gehandeld.

In een ander deel van de expositie kunt u meer te weten komen over het betalingsverkeer. U kunt bijvoorbeeld een pinbetaling doen. Op een groot scherm wordt aan de hand van

kleurrijke beelden en animaties duidelijk welke, soms lange, weg de betaling aflegt voordat het bedrag uiteindelijk van een rekening wordt afgeschreven. In het monetaire beleidsspel ten slotte, wordt u door middel van simulaties en vragen actief betrokken bij de dagelijkse activiteiten op de geldmarkt.

Het Voorlichtingscentrum is te bezoeken in groepen van maximaal 40 personen. De presentatie is zeer geschikt voor leerlingen uit de hoogste klassen van HAVO, VWO en MEAO. Voor groepen met meer voorkennis, zoals studenten van hogere beroepsopleidingen en het universitair onderwijs, is een aangepast programma mogelijk. Uiteraard zijn ook andere groepen geïnteresseerden van harte welkom in het Voorlichtingscentrum.

Het Voorlichtingscentrum is gevestigd aan de Achtergracht nummer 4 tussen het Frederiksplein en de Amstel. Een rondleiding is mogelijk op maandag tot en met vrijdag om 9.30, 12.30 of 15.00 uur en duurt circa tweeënhalf uur. Een rondleiding bevat standaard de eerdergenoemde multimediashow en de presentatie van EMU en euro. Uit de overige onderdelen kan een keuze worden gemaakt.

Bent u geïnteresseerd in een rondleiding, maakt u dan ruim van tevoren een afspraak.

De Nederlandsche Bank  
Afdeling Communicatie en informatie  
Voorlichtingscentrum  
Postbus 98  
1000 AB Amsterdam  
Telefoon 020 - 5243493 of 5243339  
(uitsluitend voor rondleidingen)  
E-mail: voorlichtingscentrum@dnb.nl



#### De volgende uitgaven van de Nederlandsche Bank zijn verkrijgbaar:

- Taken en werkwijze \*
- Recent verschenen: 'Van kauri tot euro', een korte geschiedenis van het geld, de gulden en de Nederlandsche Bank

#### Periodiek verschijnen:

- Jaarverslag \*
- Kwartaalbericht \*
- Statistisch Bulletin \*

#### DNB publiceert ook over haar wetenschappelijk onderzoek:

- MEB Series, Monetair en economisch beleid \*
- Onderzoeksreeks Toezicht \*
- Rapporten Wetenschappelijk onderzoek \*
- Staff Reports \*

De uitgaven die gemerkt zijn met een \* zijn *online* beschikbaar. U vindt ze op [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).

De overige uitgaven kunt u bestellen via deze website, door middel van een mailbericht ([info@dnb.nl](mailto:info@dnb.nl)) of via een brief, die u kunt richten aan: De Nederlandsche Bank, Afdeling C&i sectie Media, Postbus 98, 1000 AB Amsterdam



### De Bank op het Internet: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)

Op onze website vindt u informatie over het werkterrein van de Nederlandsche Bank en over haar publicaties, zoals het DNB magazine. Ook kunt u vanaf deze site doorklikken naar verschillende andere financiële instellingen.

#### Publieksservice

##### Algemeen nummer DNB

020 – 524 911 11

##### Toezichtslijn

De Toezichtslijn is de helpdesk van financiële toezichthouders.

De helpdesk van de Nederlandsche Bank, de Autoriteit Financiële Markten en de Pensioen- & Verzekeringkamer werken samen.

Voor vragen over banken, wisselkantoren en beleggingsinstellingen belt u de Toezichtslijn van de Nederlandsche Bank.

0900 – 520 0520 (€ 0,35 p/m)  
[Toezichtslijn@dnb.nl](mailto:Toezichtslijn@dnb.nl)

Voor vragen over het effectenwezen kunt u de Autoriteit Financiële Markten benaderen.

0900 – 540 0540 (€ 0,35 p/m)  
[Toezichtslijn@autoriteit-fm.nl](mailto:Toezichtslijn@autoriteit-fm.nl)

Voor vragen over verzekeraars en pensioenfondsen kunt u terecht bij de Pensioen & Verzekeringkamer.

0900 – 530 0530 (€ 0,35 p/m)  
[Toezichtslijn@pvk.nl](mailto:Toezichtslijn@pvk.nl)

##### Overige informatie DNB

Voor vragen op het terrein van de Nederlandsche Bank die niet over toezicht gaan kunt u contact opnemen met de Afdeling Voorlichting. Ook voor publicaties en voorlichtingsmateriaal kunt u dit nummer bellen.

020 – 524 3411 of 524 1999  
[Info@dnb.nl](mailto:Info@dnb.nl)

##### Koninklijke Nederlandse Munt

Voor informatie over munten en het bestellen van setjes euromunten.

030 – 2910 410  
[info@coins.nl](mailto:info@coins.nl)



