

# DNB MAGAZINE

Een uitgave van de Nederlandsche Bank  
Nummer 2, april 2007

**Dossier: transparantie en succes van het monetaire beleid**

P2P lenen op veulingsites

Grenzen van het pensioenstelsel verkennen



# Inhoud

## Private equity: uitdaging voor de financiële stabiliteit

**4** Er kleven specifieke risico's aan de beleggingen van banken en pensioenfondsen in private equity. DNB wil dat pensioenfondsen en banken op de hoogte zijn van deze risico's en daar alert op zijn.

## P2P lenen op veilingssites

**8** Als je geld nodig hebt, kun je een verzoek om een lening op een veilingssite zetten en uitleners daarop laten bieden. Dit People to People (P2P) lenen via internet is in opmars. Er komt geen bank aan te pas. Wel een groot vertrouwen – op je medemens.



8



14

## Grenzen van het pensioenstelsel verkennen

**14** Zvi Bodie, Keith Ambachtsheer en andere deskundigen verkennen de grenzen van de pensioenfinanciering en de toekomstige richting van pensioenhervormingen tijdens een internationale conferentie te Amsterdam.

## Publieksservice

### Algemeen nummer DNB

020 - 524 9111

### Voorlichting

Voor vragen op het terrein van de Nederlandsche Bank kunt u bellen met de Informatiedesk van de afdeling Communicatie.

0900 - 520 0520 (€ 0,35 p/gesprek)  
info@dnb.nl

Voor vragen over beleggingsinstellingen, effectendienstverlening en consumentenkrediet kunt u de Autoriteit Financiële Markten benaderen.

0900 - 540 0540 (€ 0,35 p/gesprek)  
Toezichtslijn@autoriteit-fm

Neem ook eens een kijkje op de website van DNB: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)



## Dossier: transparantie en succes van het

# 18

## monetaire beleid

Transparantie is het nieuwe toverwoord van centrale banken. De vraag is of die transparantie bijdraagt aan de geloofwaardigheid en (daarmee) het succes van het monetaire beleid. Marktanalisten, journalisten, wetenschappers en beleidsmakers geven in dit dossier hun visie op de voordelen en risico's van transparantie.



## Verder

### Artikelen:

- 28 Langer leven, duurder pensioen. Seminar over pensioenrisico's en financiële stabiliteit
- 29 Welk tegoed op uw bankrekening is gegarandeerd? Depositogarantiestelsel
- 30 Uitdagingen voor opstellers van de betalingsbalans in Azië

### Rubrieken:

- 7 Va Banque: jong geleerd, jong gedaan
- 12 Banktueel
- 31 De wereld in cijfers
- 32 Kunstpodium: Lucy Stein
- 34 Seminars
- 35 Informatie

## Bijzondere beestjes

De toekomst is aan duurzaamheid. De trend heeft ingezet, is op stoom gekomen en lijkt onomkeerbaar. Het begrip 'duurzaam' is in dit geval veelomvattend: van maatschappelijk verantwoord ondernemen en beleggen, de zoektocht naar minder vervuilende energie, tot de productie van schone(re) auto's.

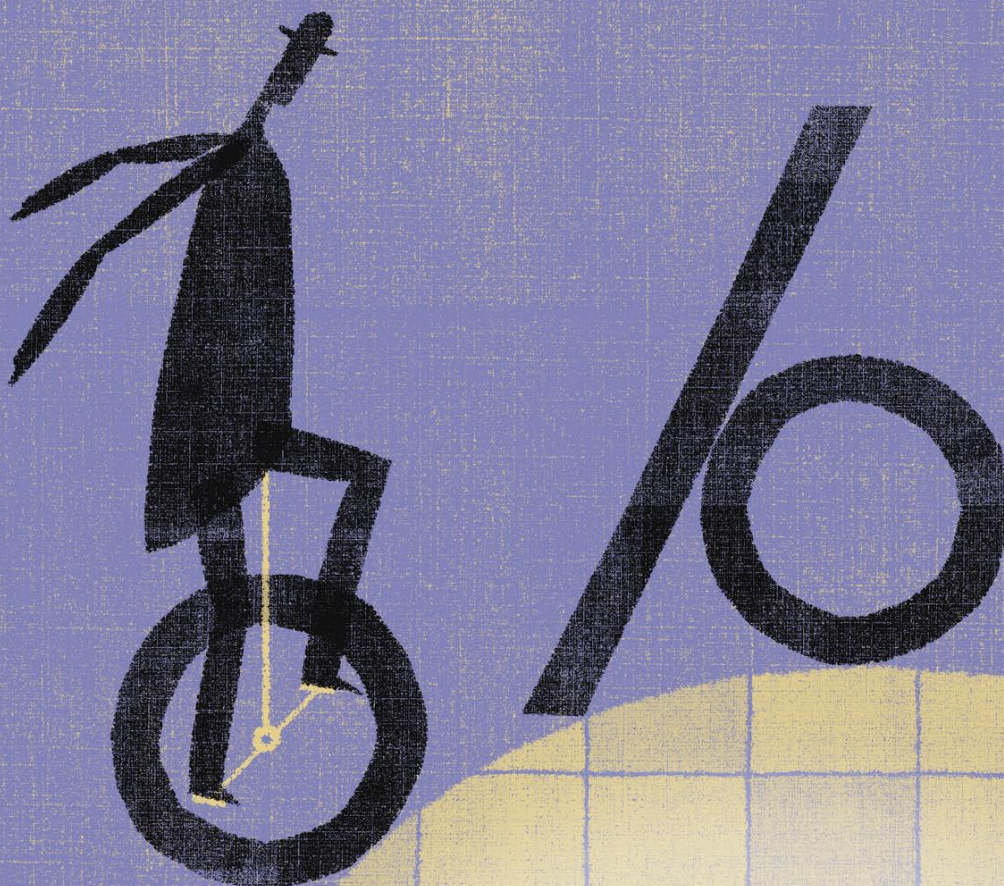
Een paar voorbeelden. Den Haag werkt aan een wetgeving om het belasten van het milieu zwaarder aan te kunnen slaan, op de AutoRai was het middelpunt dit jaar niet het nieuwste model sportwagen, maar een Ecoplein met hybride modellen, en Wubbo Ockels kreeg alle gelegenheid om zijn elektrische 'superbus' te ontwikkelen. Wat dichterbij huis voor wat betreft de Nederlandsche Bank was er de kritiek op de 'duurzaamheidsfactor' van sommige beleggingen van pensioenfondsen. Je zou duurzaamheid op het gehele financiële stelsel kunnen betrekken. Een maatschappij heeft alle belang bij een duurzaam financieel stelsel, een stelsel waarop zij kan vertrouwen. Financiële instellingen, in het bijzonder banken, zijn namelijk bijzondere beestjes. Zij leveren niet alleen diensten zoals de geldautomaat. Consumenten en bedrijven hebben er hun besparingen staan, en die moeten wel veilig zijn. Bovendien zijn financiële instellingen met elkaar vervlochten. Als er een (van een beetje omvang) in de problemen komt, dan heeft dat vervelende consequenties voor het gehele financiële stelsel. Uiteindelijk kan de rekening bij de belastingbetaler worden neergelegd. Er zijn dus publieke belangen aan de orde. Het is niet voor niets dat er wetgeving is voor de overname van een bank en dat de minister van Financiën samen met DNB uiteindelijk zijn goedkeuring aan een overname moeten verlenen. Ongeveer anderhalf jaar geleden liet DNB een onderzoek onder het publiek verrichten naar (onder andere) het vertrouwen in financiële instellingen. Dat vertrouwen bleek hoog. Gelukkig maar, dat willen we ook graag zo houden.

De redactie



# Alert zijn op risico's

Private equity: uitdaging voor de financiële stabiliteit



Voor banken en pensioenfondsen kleven er specifieke risico's aan hun betrokkenheid bij private equity. DNB onderzoekt de risico's en pleit voor goed risicobeheer.

Paul Disveld en Hubert Schokker



Hedge funds en private equity-fondsen vallen buiten het directe toezicht maar DNB houdt ze wel nauwlettend in de gaten. Dergelijke partijen beschikken over ruime financiële middelen. Hedge funds beheren ongeveer USD 2.000 miljard wereldwijd en private equity-huizen namen in 2006 voor meer dan EUR 25 miljard aan Nederlandse bedrijven over.

DNB staat in beginsel positief tegenover private equity en hedge funds. Zij zijn in veel opzichten een verrijking van ons financiële stelsel. Ze dragen bij aan financiële innovatie, mobiliseren risicodragend kapitaal voor investeringen en verbreden financieringsmogelijkheden voor bedrijven. Hun activiteiten kunnen de economische groei bevorderen. Ook hebben hedge funds bijgedragen aan de groei van de markt voor kredietderivaten en aan het vergroten van de liquiditeit op de financiële markten.

### **Speelveld en speltechnieken verschillen**

Private equity-fondsen en hedge funds worden beiden steeds belangrijker spelers op het financiële veld. Hun speelveld en speltechnieken verschillen sterk van elkaar.

Hedge funds voeren tal van beleggingsstrategieën en beleggen niet alleen in aandelen, maar ook in bijvoorbeeld derivaten en bedrijfsobligaties. In zoverre ze beleggen in ondernemingen voeren zij dikwijls een zeer actief beleggingsbeleid voor de korte termijn. Dit beleid kan gericht zijn op het opsplitsen

meerdere jaren een relatie aan met een bedrijf. Als zij zich op een evenwichtige wijze bemoeien met de bedrijfsstrategie kan dit bedrijven helpen om hun strategische doelstellingen scherper in beeld te krijgen en de efficiency te vergroten. Voor bedrijven die moeten herstructureren kunnen zij als 'redders in nood' komen. Doel van de private equity-partijen is de onderneming na enkele jaren met winst van de hand te doen, door een beursintroductie of een management buy-out. Of geheel op te kopen. Zeven van de 49 bedrijven die van Euronext zijn gehaald, zijn in de laatste vijf jaar opgekocht door private equity-partijen.

De opmars van hedge funds en private equity kan risico's voor de financiële stabiliteit meebrengen. Zo verschaffen de grote Nederlandse banken en pensioenfondsen steeds meer kapitaal aan private equity-huizen en dat brengt specifieke risico's met zich mee.

### **Grotere kredietrisico's**

In hoeverre en op welke manier zijn de grotere Nederlandse banken en pensioenfondsen betrokken bij private equity? Pensioenfondsen beleggen circa EUR 13 miljard in private equity en de grotere banken naar schatting 3 à 5 miljard, voornamelijk in zogenoemde buy-outs (waarbij 70% van de totale overname-som uit vreemd vermogen bestaat), zo blijkt uit DNB-onderzoek (cijfers zijn van juni 2006).

## **Toenemende druk op banken om meer omvangrijke en risicovolle leningen te verschaffen**

van bedrijven, onderdelen ervan met winst te verkopen en het geld vervolgens uit te keren aan de aandeelhouders. Die sterke gerichtheid op de korte termijn kan winst opleveren, maar kan soms botsen met de strategie van het bedrijfsmanagement en risico's meebrengen. Waar sommige hedge funds bedrijfsaandelen kopen om winst op de korte termijn te behalen, investeren private equity-partijen uitsluitend in het vermogen van een onderneming en gaan als meerderheidsaandeelhouder voor

Banken zijn niet alleen als belegger betrokken bij private equity maar vooral ook als financiers van private equity-deals. De onder-vraagde banken hebben voor ruim EUR 9 miljard aan leningen op hun balans staan. Daarover lopen zij kredietrisico. Bank-ken verkopen hun kredietvorderingen gedeeltelijk door aan andere partijen zoals hedge funds. Hoewel de precieze omvang onbekend is, blijkt uit het onderzoek dat banken aanzienlijk meer dan EUR 9 miljard steken in de initiële financiering aan Leveraged



## Pensioenfondsen beleggen EUR 13 miljard en grote banken 3 à 5 miljard in private equity-fondsen



Buy-Outs (LBO's). De banken benadrukken dat het belangrijk is om het kredietrisico op LBO's tijdig tot acceptabele proporties te kunnen brengen. De mate waarin dit lukt, hangt af van het marktsentiment. In het huidige gunstige klimaat zijn deze mogelijkheden ruimschoots aanwezig, maar dit kan snel omslaan, bijvoorbeeld door een forse rentestijging, een omvangrijk bedrijfsfaillissement of een onverwachte (geopolitieke) gebeurtenis.

Een andere trend die naar voren komt uit het onderzoek is de toenemende druk op banken om meer omvangrijke en risicovollere leningen te verschaffen aan private equity-fondsen. Steeds minder aanvaardbaar, volgens sommige marktpartijen, is het toegenomen niveau van schuldfinanciering bij vooral grotere private equity-deals. Bedrijven die zijn overgenomen door private equity-huizen zijn door de schuldpbouw kwetsbaarder voor een omslag in de

conjunctuur of het renteklimaat. Ook andere ontwikkelingen wijzen erop dat banken steeds grotere kredietrisico's lopen met LBO-leningen zolang zij deze leningen op hun balans aanhouden. Zo is bijna 70% van de verstrekte leningen vrijgesteld van tussentijdse aflossing en neemt de gemiddelde kredietkwaliteit van deze leningen af. Ook zijn er signalen van een versoepeling van de financieringsvoorwaarden die banken moeten beschermen. Deze versoepeling is mede het gevolg van de concurren-

tie tussen verschaffers van vreemd vermogen. Tenslotte wordt private equity vaak verschaft door een syndicaat van banken, waarbij de belangen van de deelnemers niet altijd parallel lopen. Bij eventuele financiële problemen kunnen tegenstrijdige belangen naar voren komen.

### Geen nieuwe regels

Er zijn specifieke risico's verbonden aan de vorderingen van pensioenfondsen en banken op private equity. DNB wil dat pensioenfondsen en banken op de hoogte zijn van deze risico's en daar alert op zijn. Nieuwe regelgeving wordt niet ontwikkeld. Wel zijn een achttal richtinggevende principes opgesteld waarmee pensioenfondsen en banken kunnen komen tot een goed risicobeheer rond alternatieve beleggingen.

Door toe te zien op verantwoord risicobeheer bij de onder toezicht staande instellingen draagt DNB indirect bij aan de beheersing van de risico's van private equity-partijen. Ook al staan deze niet onder toezicht, ze worden als tegenpartij wel geconfronteerd met de eisen die onder toezicht staande instellingen stellen. Op deze manier probeert DNB de uitdagingen die de opkomst van private equity en hedge funds aan het financiële stelsel stellen te kunnen beheersen. Het financiële stelsel blijft echter in beweging, waardoor er voortdurend nieuwe uitdagingen aan de horizon zullen opdoemen. •





## Jong geleerd, jong gedaan

30 september: Wereldspaar­dag. Kinderen vormden een lange rij voor de Nutsspaarbank van Kampen. Spaargeld, uit het spaarvarken gepeuterd, werd op die dag bijgeschreven in ons spaarbankboekje. Plus wat rente. Met een klein cadeautje. Daarmee haalden we een soort gelddiploma. Tijdig, op de lagere school. Zo werden we voorbereid op de financiële wereld.

Zijn we daarmee voldoende voorbereid? Begrijpen we, nu we groot geworden zijn, de risico's van aandelen­lease of beleggingsverzekeringen? We leerden te sparen en pas later uit te geven, simpel, maar moeten we er nu opeens op vertrouwen dat beleggingen beter renderen? 'U zou een dief van uw eigen portemonnee zijn, als u van uw hypotheekpolis nu geen beleggingsverzekering maakt', zei mijn academische tussenpersoon. Leg dat thuis maar eens uit: een dief zijn. Dàt is pas een risico!

Komt Wereldspaar­dag terug? Ik moest eraan denken toen ik onlangs sprak met de organisatie Aflatoun, ook bekend als 'Child Savings International'. Het begon in 1986 met een klein project om schoolkin­deren in India te leren met geld om te gaan en te sparen. Kinderen krijgen een eigen spaarboekje en al spelende met Aflatoun, een knaloranje pop, leren ze over geldzaken, hun rechten en plichten en omgangsvormen. Dat helpt bij hun groei naar 'verantwoorde­lijke burgers'. Inmiddels doen ruim 100.000 kinderen in tien landen mee, en dat moeten er nog véél meer worden. DNB steekt daarbij de helpende hand uit.

De 'subprime' hypotheekmarkt in de VS vertoont tekenen van 'juvenile delinquency', jeugdcriminaliteit letterlijk vertaald, zo vertelden Amerikaanse banken­toezichthouders tijdens de vergadering van het Bazels Comité te Noordwijk op 14 maart. De recente proble­men liggen vaak bij starters op de woningmarkt, die via agressieve tussenpersonen en op basis van

onjuiste inkomensopgaven te veel lenen op te gunstige voorwaarden. Na een paar jaar lage rente en geen aflos­sing, komt de payment shock: de lasten gaan drastisch omhoog en het lukt niet meer. Dit probleem bracht ons zijde­lings bij opleidings­programma's om jongeren weerbaar te maken in de complexe finan­ciële wereld van vandaag. Diverse initiatieven passeerden kort de revue, vanuit de VS, Engeland, Zwitserland, Zweden. En Aflatoun natuurlijk. Is financiële educatie wel een taak voor centrale banken en toezichthouders? Met die vraag worstelden sommige collega's. Maar sinds ik opa ben besef ik eens te meer: we doen niet gauw te veel voor onze (klein-)kinderen! •



Arnold Schilder, directeur van DNB, is verantwoordelijk voor het toezicht op banken.



# P2P lenen op veilingssites

Als je geld nodig hebt, kijk je je suikeroom lief aan. Of je gaat naar een bank om geld te lenen. Of je zet je verzoek om een lening op een veilingssite en laat uitleners daarop bieden. Dit People to People (P2P) lenen via internet is in opmars. Er komt geen bank aan te pas. Wel een groot vertrouwen – op je medemens.

Marijke Hoogendoorn

Het is van alle tijden, van alle landen: People to People (P2P) lenen. Van oudsher komen kleine groepen mensen bij elkaar om geld aan en van elkaar te lenen. Chinezen doen aan Lun-hui, in Egypte wordt het Gameya genoemd en de Mexicanen praten over een Tanda. Daar komt geen bank aan te pas. Eigenlijk is geld lenen bij banken relatief nieuw. De oudste Europese bank is de Banca Monte dei Paschi di Siena, opgericht in 1472. Die begon dus bijna 1600 jaar later dan de eerst bekende Chinese Lun-hui. Van zeer recente datum is het veilen van een leenverzoek op een online marktplaats voor particulieren. Op zo'n marktplaats treffen leners en geldschieters elkaar, zoals kopers en verkopers van spullen dat doen op de populaire veilingssite eBay. Het idee is dat leners minder duur uit hoeven te zijn dan bij een bank. En de uitleners meer rente ontvangen dan bij een bank.



*Geld lenen van elkaar is van alle tijden, van alle landen: de Egyptische Gameya.*





*Geld lenen van elkaar is van alle tijden, van alle landen: de Chinese Lun-bui.*

Met foto's en – soms hartverscheurende – verhalen doen mensen een verzoek om een lening op de Amerikaanse veilingsite Prosper. Voor van alles en nog wat vragen mensen geld te lenen. 'Investeren in mijn dochters opleiding.' 'Mijn droomhuis afmaken.' 'Een nieuw bedrijf starten.' 'Ik moet naar het ziekenhuis voor een behandeling tegen kanker.' Wie meent dat geld niet gelukkig maakt, moet deze site eens op. Geld kan zeker helpen, vooral als het even niet meezit. En dat overkomt velen. Prosper ging in 2006 van start en heeft inmiddels ongeveer 180.000 leden en voor USD 36 miljoen aan leningen uit staan (maart 2007).

Een leners krijgt een kredietwaardigheidsscore toegekend door Prosper. Deze score geeft de geldschieter een indicatie van het risico en de winstgevendheid van een lening aan de betreffende leners. Des te kredietwaardiger, des te lager de risico's en des te lager de kredietrente. Aansluiting bij een groep is ook mogelijk. Een voorbeeld. Brandweerman Joe Davis wil geld lenen en zoekt aansluiting bij een leengroep van collega-brandweerlieden. Als die groep een goede betaalreputatie geniet, dan

verhoogt Joe zijn kredietwaardigheid door groepsdeelname. Hij komt als groepslid in aanmerking voor een lagere kredietrente. Maar dat legt ook een grotere (groeps)druk op.

Mensen die geld willen uitlenen, melden welke rente ze minimaal willen ontvangen. Zij kunnen met kleine of grotere geldsommen (USD 50 tot 25.000) bieden op uitstaande leningen. Door geld te lenen aan meerdere leners, wordt het risico gespreid.

De veiling start als mensen gaan bieden. Na een spelletje loven en bieden mogen de leners beslissen of ze met iemand in zee gaan. Daarmee daalt de rente. Als de veiling rond is, kiest Prosper de biedingen met de laagste rentes en combineert die tot één simpele lening. Prosper verdient eraan door de leners een eenmalig tarief van 1 of 2 procent van de leensom in rekening te brengen, en een jaartarief van 0,5 of 1 procent van de leensom te vragen aan de uitleners.

De vraag om geld moge duidelijk zijn. Maar wat beweegt de uitleners? Een mogelijk hogere rente kan een motief zijn. Bovendien is geld lenen aan een – virtueel – bekende iets heel anders dan geld



*Geld lenen van elkaar is van alle tijden, van alle landen: de Mexicaanse Tanda.*

parkeren op een bankrekening. Je kunt er iemand mee helpen, goed doen en je ziet waar je geld blijft. En dat spreekt velen aan. Zoals de inzamelingsactie van de buurtschool voor een klein schoolproject in Mali meer doet dan een nationale 'giro 555' actie.

### Schulden en andere zorgen

In februari werd de eerste Nederlandse online marktplaats, boober.nl, voor particuliere leningen gelanceerd. Zonder tussenkomst van een bank kunnen particulieren hier leningen uitzetten en daarop bieden. Na twee maanden hebben zich 1.600 leners aangemeld. En 600 mensen willen bij elkaar voor EUR 1,6 miljoen uitlenen. Tot nog toe zijn 50 leningen geveild, 200 zitten in de pijpleiding.

Krijg je niet nog veel meer mensen met torenhoge schulden door dit soort veilingssites? Over de eventuele mogelijkheid dat het lenen via dit soort online kanalen zal leiden tot een toename van de schuldenproblematiek, uitten Tweede Kamerleden hun zorgen direct na de lancering van de site. Voormalig Minister van Financiën Zalm reageerde eind februari op Kamervragen: 'Ik zie nieuwe initiatieven echter niet zonder meer als een risico, maar ook als een kans om de financiële sector dynamisch te houden en de keuzemogelijkheid van consumenten te vergro-

ten. Ik zal de ontwikkelingen rond dit product daarom kritisch, maar ook met interesse, blijven volgen.' Hij benadrukte dat de beide financiële toezichthouders, DNB en AFM, over verschillende instrumenten beschikken om adequaat toezicht uit te voeren op dit soort online marktplaatsen.

Andere vraag is of zo'n veilingssite voor leningen eigenlijk wel mag. Zijn online marktplaatsen voor geldleningen eigenlijk niet in strijd met het verbod om opvorderbare gelden aan te trekken van het publiek? DNB heeft, als prudentieel toezichthouder, tot taak om toezicht te houden op de naleving van dit verbod. DNB is bezig met een onderzoek naar online marktplaatsen voor geldleningen. De toezichthouder juicht nieuwe initiatieven toe, maar vindt wel dat voor alle spelers dezelfde spelregels moeten gelden.

De AFM onderzoekt momenteel hoe online marktplaatsen voor geldleningen zich verhouden tot het wettelijke kader. Onder meer wordt bekeken of en hoe dergelijke initiatieven in het bestaande vergunningenregime passen. Indien blijkt dat er bepaalde onaanvaardbare risico's ontstaan (mede ten aanzien van de schuldenproblematiek) doordat het wettelijke kader tekort schiet, zullen uiteraard maatregelen moeten worden genomen.



## Geld lenen aan een – virtueel – bekende is iets heel anders dan geld parkeren op een bankrekening

### In goed vertrouwen

De sites lijken alleen maar voordelen te bieden voor lener en uitlener. De rente die de uitlener ontvangt is meer dan de spaarrente die de bank biedt. De lener betaalt minder dan bij een lening bij een gewone bank. Een win-win-situatie dus. Althans dat is de belofte. Het feitelijke gewin zal verschillen per lening. Het ene leenverzoek spreekt meer aan en roept meer vertrouwen op dan het andere. Zoals dat ene bijzondere antiquarische boek meer biedingen krijgt dan het andere op eBay.

We gaan steeds meer regelen en doen via internet. Stel het geld lenen van en aan je virtuele maatjes wordt erg populair. En dat gaat allemaal buiten het toezicht om. Schuilt daarin een gevaar voor de financiële stabiliteit? Nee, het risico is beperkt. Dit stelsel van lenen en uitlenen is niet direct relevant voor het financiële systeem, in tegenstelling tot bijvoorbeeld een grote bank die daarvan deel uitmaakt. Dit zou het wel kunnen

worden indien het heel grootschalig wordt en reguliere banken hierdoor hun business verliezen. Maar dat is nu niet aan de orde en is dus zuiver hypothetisch.

Geld lenen aan en van een virtueel maatje kan – meer of minder – winst opleveren. Maar is het wel te vertrouwen? Het is toch heel wat anders dan je geld parkeren bij een gewone bank, die onder toezicht staat. Maar geld lenen aan en van elkaar, People to People, is van alle tijden en alle landen. Vroeger leende je van je suikeroom, of een rijke buurman. Nu kan dat een virtueel bekende op internet zijn. De methoden verschillen, maar de kern is hetzelfde. Geld lenen aan en van elkaar, dat draait om vertrouwen. Zo is het altijd geweest. Vanaf de eerste Chinezen die een Lun-hui sloten tot de Amerikaanse moeder die haar lening vandaag veilt aan een virtuele buurman. Zonder toezicht, zonder tussenkomst van een bank. Maar in goed vertrouwen. •



*Geld lenen van elkaar is van alle leeftijden.*

## Beleef wat geld doet met mensen in het Geldmuseum

Het Geldmuseum opent haar deuren op 25 mei.

Om te ontdekken wat geld waard is, is dit museum een bezoek waard.

'Museum', dat roept bij menigeen het beeld op van zalen vol vitrines en suppoosten die 'ssst' fluisteren. In het nieuwe Geldmuseum zal de suppoost je niet tot stilte manen, maar uitnodigen om mee te doen met de interactieve spellen om te ontdekken wat geld waard is – in elk denkbaar opzicht.

Wat is geld en waarom vertrouwen wij het? Moet geld wel altijd rollen? Welke emoties bepalen hoe iemand zijn geld uitgeeft? Waarmee betaalde je in het oude Rome een kruikje olijfolie? Op al dit soort vragen is een antwoord te vinden in het Geldmuseum, gevestigd in het prachtige gebouw van de Koninklijke Nederlandse Munt in Utrecht. Of beter gezegd: eromheen, want er is een plek in het museum te vinden van waaraf je precies in de fabriekshal kunt kijken waar de euromunten worden geslagen...

Wat doen mensen met geld en wat doet geld met mensen? Deze dubbele vraagstelling vormt de leidraad van alle objecten, filmpjes en activiteiten die zijn uitgerold over de Loonstrook – de rug-



gengraat van het museum – de Jackpot, de Schatkamer en de Gouden Berg, met een uniek uitzicht op een deel van de muntproductie van de Koninklijke Nederlandse Munt. Bijzondere schilderijen, met afbeeldingen van de muntproductie rond 1900, bevinden zich in de originele, monumentale bibliotheekruimte van het muntgebouw, de Stijkkamer.

Van zakgeld tot wereldwijde handelsnetwerken: voor tijdelijke tentoonstellingen is geen onderwerp taboe, zolang maar een aspect van complexe economische processen wordt belicht. Maar het Geldmuseum opent op 25 mei met een knipoog met de tijdelijke tentoonstelling Kunst van Geld die tot en met 16 september 2007 is te bekijken.

*Het Geldmuseum is gevestigd in het monumentale pand van de Koninklijke Nederlandse Munt in Utrecht.  
Leidseweg 90,  
3531 BG Utrecht  
Tel.: 030-2910492  
Website: [www.geldmuseum.nl](http://www.geldmuseum.nl)*



## Workshop crisis in betalingsverkeer

'Terroristen treffen met bomaanslagen de hoofdkantoren van DNB, ING, ABN AMRO en Euronext in Amsterdam.' Dit rampenscenario werd als oefening voorgelegd in de workshop crisismanagement voor vertegenwoordigers van de grootbanken, Equens, Euroclear, Euronext, LCH, Clearnet, KAS bank, BNG en DNB. Deze financiële instellingen vormen samen het hart van de Nederlandse financiële infrastructuur. Vertegenwoordigers daarvan zijn verenigd in de Escalatiecommissie betalings- en effectenverkeer, die in actie moet komen bij (dreigende) nationale crises in de infrastructuur van de financiële wereld. De Escalatiecommissie moet dan maatregelen nemen om ervoor te zorgen dat het betalings- en effectenverkeer (zo lang mogelijk) in de lucht blijft. Het rampenscenario bood goede aanknopingspunten voor een levendige discussie. Deelnemers leerden

veel van deze oefening. Zo was niet iedereen even goed op de hoogte van de bestaande antiterrorisme procedures voor de financiële sector. Verder bleek het lastig maatregelen voor Nederland af te kondigen omdat het betalings- en effectenverkeer een steeds internationaler karakter krijgt. En alles draait om communicatie dus een satellietverbinding kan een uitkomst zijn als het telefoonnetwerk overbelast is. Dit keer was het nog droogzwemmen, bij een volgende oefening zal er echte actie verlangd worden van de deelnemers! Dan komen er onverwacht mobiele telefoons en auto's (of ander vervoer) aan te pas om de crisis te bezweren.



## Tarieven van webwinkels voor betalingen aanvaardbaar

Uit recent onderzoek van DNB blijkt dat consumenten in het algemeen tevreden zijn met de betaalmogelijkheden in webwinkels.

Opmerkelijk is dat webwinkeliers kosten in rekening kunnen brengen voor een betaling; terwijl tarifiering bij de traditionele manie-

ren van betalen veel minder wordt aanvaard. Deze grotere acceptatie komt wellicht omdat het om iets relatief nieuws gaat. Ook

zal het helpen dat de klant niet ter plekke kan onderhandelen over de betaaltarieven.

# Grenzen van het pensioenstelsel verkennen

Ideeën uitwisselen over de grenzen van ons pensioenstelsel, de financiering en de organisatie daarvan. Dat deden pensioentoppers uit wetenschap, praktijk en toezicht in Amsterdam tijdens de pensioenconferentie van DNB, onderzoeksinstituut Netspar en de internationale organisatie van pensioentoezichthouders (IOPS).

Erica Verdegaal

Twee dagen stond ons pensioenstelsel volop ter discussie. Smaakmaker was de Amerikaanse hoogleraar Zvi Bodie van de Boston University School of Management. Grinnikend maar wetenschappelijk geheel onderbouwd, dreigde hij zijn publiek: 'Jullie zullen allemaal langer moeten doorwerken.' Met pensioen op je 65e jaar noemt Bodie, gezien onze almaar stijgende levensverwachting, absurd. 'De langstlevende schildpad ter wereld wordt 240 jaar. Het zou toch belachelijk zijn als die al op zijn 65e met pensioen wou! Maar belangrijker: als je gezond bent waarom zou je dan vanaf je 65e alleen maar willen luieren? Laten we mensen helpen leuk werk te blijven doen. Als je dat accepteert, wordt ouderdomspensioen minder belangrijk en beter betaalbaar. Wel extra urgent worden dan verzekeringen tegen de kosten van ziekte en arbeidsongeschiktheid.'

## Aandelen op termijn niet vanzelf veilig

Een pensioensysteem moet inkomenszekerheid bieden na je pensioen, stelt Bodie. Niets klinkt logischer dan dat. Toch dwars-

bomen een aantal grote misverstanden dit ideaal volgens hem. Bodie: 'De beleggingsindustrie draagt het onjuiste idee uit dat, als je maar geduld hebt, aandelen een hoger rendement opleveren dan elke andere beleggingscategorie. Zou dat waar zijn, dan zou je, mits je maar jaren geduld hebt, extra rendement kunnen halen bij een laag risico. Maar gratis geld bestaat niet. Elke econoom weet dat.' Toch beleggen pensioenfondsen dolgraag geld in aandelen. Waarom? Bodie: 'Heel veel zeer intelligente mensen laten zich misleiden door metingen en statistieken. Zo beseft niet iedereen dat risico twee dimensies heeft. Ten eerste heeft een risico een bepaalde omvang: je loopt bijvoorbeeld de kans dat je belegging maximaal 25% in waarde zakt. Ten tweede heeft een risico een bepaalde waarschijnlijkheid: iets gebeurt bijvoorbeeld één keer in de tien jaar. Je ziet dat schadeverzekeraars wél rekening houden met deze beide dimensies en een reserve aanhouden die is gebaseerd op een *worst case* scenario. De prijs van je brandverzekering is daarop gebaseerd.' Bij pensioenfondsen kijkt men echter maar naar één risicodimensie, valt Bodie op. 'Zij zeggen:







*Zvi Bodie*

laten we berekenen wat de kans op onderdekking is. In Nederland is dat bijvoorbeeld maximaal 2,5%, zodat het statistisch gezien maximaal één keer tijdens je pensioenopbouw voorkomt. Maar dat is niet genoeg. Men houdt geen rekening met de mogelijke omvang van een tekort, terwijl het natuurlijk heel veel uitmaakt of het vermogen van je pensioenfonds zakt met 20 procent of met 99 procent.'

Dat aandelen op termijn niet vanzelf veilig worden, heeft Bodie in 1995 wetenschappelijk aangetoond. Want zouden aandelen op termijn wél veilig zijn, zo redeneert de hoogleraar, dan zou de prijs van een aandelenoptie dalen naarmate die

## Met pensioen op je 65e jaar is absurd

langer loopt. Een dertigjarige putoptie zou men dan bijna gratis weggeven. In praktijk is dat niet waar. Sterker: het omgekeerde geldt. Bodie: 'De prijs van een langlopende putoptie neemt toe met de looptijd. Kost een putoptie om je aandelen gedurende één jaar te beschermen tegen een koersdaling 8% van de waarde; bescherming over tien jaar kost je 25% van de waarde van de aandelen.'

### Geen keuzes maar garanties

Bodie heeft een lijst aanbevelingen voor overheden. Zo vindt hij dat pensioenopbouw moet worden gegarandeerd tot een zeker niveau. Wil je als deelnemer zo'n garantie niet, dan moet je dat zelf aangeven. En wil je extra garanties dan gaat dat ten koste van je opbouw, want alles heeft zijn prijs. Belangrijk voor deelnemers vindt Bodie dat er een standaard manier van pensioenopbouw is die geldt als je niets doet. 'Mensen willen en kunnen vaak niet kiezen, maar ze willen wel zekerheid. Stel je geeft iemand een revolver met honderd kamers en één kogel. Zou hij Russisch roulette willen spelen om 100.000 dollar? Nee, hij kiest voor zekerheid, ook al is de kans op verlies maar één procent. Die garantie moet je bieden, ook bij pensioenproducten die direct aan klanten worden verkocht.' Dat heeft drie voordelen, vindt de hoogleraar: 'Ten eerste schuiven garanties het beleggingsrisico van consumenten naar producenten, die veel meer kennis en vaardigheden hebben om die garanties te kunnen dragen. Ten tweede stijgt het vertrouwen erdoor en zakken de marketingkosten voor pensioenproducten. Ten derde verminderen garanties de noodzaak om mensen financiële kennis bij te brengen, wat erg moeizaam is.'





*Keith Ambachtsheer*

De Nederlandse overheid zou volgens Bodie de pensioenmarkt kunnen helpen door tegen inflatie beschermde pensioenbouwstenen aan te bieden zoals indexobligaties. 'Die horen de basis te zijn van elke beleggingsportefeuille voor pensioen. De overheid is de aangewezen partij om ze uit te geven. Zij ontvangen immers belastingen die stijgen met de lonen. Toch heeft Nederland ze niet. Ze zijn wel verkrijgbaar in Duitsland en Frankrijk.' Tot slot zouden pensioenfondsen pensioenen veiliger kunnen maken door beleggingsrisico's op de internationale kapitaalmarkt uit te ruilen tegen gegarandeerde rendementen via swaps. Bodie: 'Dat kost een pensioenfonds geld op de momenten dat de beleg-

gingen het goed doen, maar het levert geld op als ze dat nodig hebben. Het gebruik van swaps neemt toe. In Zweden gebruikt men het veel. Het is extra belangrijk voor kleinere landen, want ze kunnen hun risico's ermee verleggen naar andere delen van de wereld. Een bijkomend voordeel kan zijn dat pensioenfondsen minder beheersproblemen hebben met buitenlandse investeringen in aandelen.'

### **Die 600 kleintjes laten opgaan in de grote pensioenfondsen**

Wat is het ideale pensioenfonds? Licht op die vraag wierp de Canadese spreker Keith Ambachtsheer, auteur van het net uitgekomen boek *Pension Revolution*. Zo'n fonds moet maximaal waarde creëren voor de deelnemers, stelt hij. Ook dat lijkt logisch, maar toch gebeurt het lang niet altijd. Uit onderzoek leidt Ambachtsheer af dat fondsen waarvan de belangen van de deelnemers samenvallen met die van de beheerders en die kundig worden bestuurd, per geïnvesteerde dollar meer dan twee keer zoveel pensioen kunnen bieden dan fondsen waarvan de doelen niet samenvallen met de deelnemers en die slecht worden geleid. Ambachtsheer: 'Deelnemers in een pensioenfonds zijn jaarlijks minimaal één procentpunt minder kosten kwijt dan deelnemers in een commercieel beleggingsfonds. Over je hele carrière scheelt dat 20 procent pensioen. Dit kostenverschil kan zelfs oplopen tot 6 procentpunt per jaar als je incalculeert dat mensen die zelf beleggen voor hun pensioen meer fouten en kosten maken. Over hun hele opbouwperiode scheelt dat maar liefst 70 procent pensioen.' Daar ideale pensioenfondsen veel extra rendement bieden, kunnen ze de welvaart in een land enorm





## In Nederland vertrouwen we te veel op harde garanties

bevorderen. De overheid kan en moet daarom voorwaarden stellen aan het bestuur en de belangen van pensioenfondsen, vindt Ambachtsheer. Op basis van onderzoek geeft hij aan hoe zo'n ideaal pensioenfonds eruit ziet. 'Een goed pensioenfonds wijdt zich puur aan de missie om waarde voor de deelnemers te scheppen', zegt hij. 'Voorwaarden daarvoor zijn een duidelijke organisatiemissie, een professionele structuur, een sterke, deskundige leiding en effectief toezicht. Daarnaast is voldoende schaalgrootte essentieel, want dan maakt men lagere kosten per belegde euro of dollar.'

De Nederlandse grote pensioenfondsen voldoen redelijk aan Ambachtsheer's voorwaarden. 'Wel zijn 600 van de 700 pensioenfondsen waarschijnlijk te klein. De uitdaging voor de overheid is om via wetgeving te ondersteunen dat die 600 kleintjes in de grote pensioenfondsen kunnen opgaan.'

### Jongeren bereid tot beleggingsrisico's

Volgens Papademos, vice-president van de Europese Centrale Bank kan de vergrijzing op termijn effect hebben op financiële markten, internationale kapitaalstromen, de onroerend-goedmarkt, de openbare financiën en het monetaire beleid. 'Het effect kan groot zijn maar is ook onzeker en wordt pas volledig zichtbaar na enkele decennia. Arbeid zou steeds schaarser kunnen worden, terwijl kapitaal overvloedig beschikbaar zal zijn. In dat geval zullen de risicovrije rentevoet en de inflatie laag blijven terwijl de prijs van arbeid stijgt, waardoor de productiviteit kan terugvallen.' Een verhoging van de internationale mobiliteit van arbeid zal dit volgens Papademos

niet teniet kunnen doen. 'Ook China groeit snel en ook haar beroepsbevolking veroudert.' Een hogere pensioenleeftijd kan volgens Papademos wel uitkomst bieden. Ook belangrijk noemt hij efficiencyverhoging van de kapitaalmarkten en het bevorderen van financiële kennis van huishoudens. 'Maar het uiteindelijke effect van de vergrijzing zal worden bepaald door politieke beslissingen en hervormingen.'

Mensen moeten geholpen worden met hun pensioenkeuzes, stelt Lans Bovenberg, directeur van Netspar en hoogleraar economie aan de Universiteit van Tilburg. Hij bepleitte innovatie. Daarbij kan de overheid volgens hem hulp bieden door de uitgifte van indexobligaties en obligaties waarvan de uitbetaling gekoppeld is aan sterftecijfers. Op deze manier kan de overheid pensioenfondsen ontlasten door risico's over generaties te verdelen. Daarnaast moeten we volgens hem dieper nadenken over pensioencontracten. 'In Nederland vertrouwen we te veel op harde garanties. We moeten dat gaan uitleggen en verschillende soorten garanties gaan bieden.'

Bovenberg pleit voor de ontwikkeling van collectieve pensioenfondsen waarbij de deelnemers zélf risicodragers zijn. 'Jongeren hebben geen behoefte aan dure grote garanties', stelde hij. 'Ze zijn bereid en capabel om beleggingsrisico's te nemen.'

Zvi Bodie concludeerde tot slot dat op deze conferentie de diverse experts consensus hebben bereikt. 'Met de visies die hier zijn neergezet, moeten we nu alle pensioenprofessionals zien te bereiken.' •

*Meer informatie op:  
[www.frontiersinpensions.com](http://www.frontiersinpensions.com)*







# Dossier: Transparantie, voorspel het monetaire beleid

## De woorden en daden van centr

Transparantie is het nieuwe toverwoord van centrale banken. De woordenstroom vanuit die eens zo gesloten forten zwelt gestaag. De vraag rijst of al die woorden het beleid nu werkelijk onthullen of vooral nog veel verhullen. En of al die woorden gevolgd worden door daden, en dus bijdragen aan de geloofwaardigheid en (daarmee) het succes van het monetaire beleid van centrale banken. Over de (on)zin van transparantie gaat dit dossier.

Voor- en tegenstanders van transparantie kruisten de degenen tijdens de DNB-workshop over *Transparency and Communication in Monetary Policy*. Na afloop van de workshop vroeg DNB Magazine aan enkele experts om een bijdrage in de discussie.

Maria Demertzis, economisch onderzoeker en initiatiefnemer van de workshop, vervulde de rol van advocaat van de duivel. Zij trok van leer tegen transparantie. Of beter, zij zocht de nuance. Sleutel voor een succesvol monetair beleid, betoogde zij, is niet zozeer transparantie als wel geloofwaardigheid. Warme pleitbezorgers voor openheid komen uit het koude Noorden. De Zweedse en Noorse centrale bank



A close-up photograph of a woman's face, smiling broadly, showing her teeth. The image is the background for the text.

# baarheid en succes van ale banken

laten niet alleen het topje van de ijsberg zien. Zij zijn eerder geneigd om de hele ijsberg te onthullen voor het grote publiek. 'De voordelen van transparantie', stelt Berg van de Zweedse Riksbank, 'zijn evident. Consumenten en producenten weten waar zij aan toe zijn, en nemen makkelijker beslissingen.' Aan transparantie is nog een wereld te winnen, concludeert Han de Jong (chief economist van ABN AMRO) uit zijn mini-enquête onder een groepje financiële marktanalisten. Zij zien graag dat centrale banken vaste codes hanteren om hun komende rentebesluit goed te kunnen voorspellen. Voordeel daarvan is dat de onzekerheid op de financiële markten afneemt, reageerde DNB-directeur Henk Brouwer. Maar daar staat tegenover het risico dat de markten Trichets gecodeerde signaleringen als toezegging opvatten en de ECB gevangen raakt in haar eigen communicatie. Voorspelbaarheid is mooi maar, vond hij, inzicht geven in de beleidsstrategie en het besluitvormingsproces is nog beter.

De luiken van centrale banken staan open, zullen dat ook blijven, maar hoe ver, daarover valt nog wel het nodige te zeggen. De discussie is met dit dossier niet gesloten.

# ‘Voorspelbaarheid is mooi maar inzicht geven in beleid is nog beter’

Transparantie en communicatie. Hoogst actuele thema's, ook in de wereld van de centrale banken. Terwijl onder 'central bank-watchers' consensus heerst over de noodzaak van een onafhankelijke centrale bank, zijn de wapens over 'transparantie en communicatie' nog niet neergelegd. Wetenschappers, financiële marktanalisten, beleidsmakers en journalisten kruisten de degenen tijdens de DNB-workshop over Transparency and Communication in Monetary Policy.

Corry van Renselaar



De tijd dat centrale banken hun imago van gesloten burcht koesterden als het goud in hun kluizen ligt ver achter ons. Openheid is nu het parool. Centrale banken zijn er tegenwoordig bewust op uit het publiek te informeren over het beleid dat zij voeren. Zij zetten – door publicaties, persconferenties en interviews – de doelstellingen van hun beleid uiteen en geven inzicht in de wijze waarop zij tot besluiten komen. Openheid is echter geen doel op zich, maar een middel dat centrale banken inzetten om hun taken beter uit te voeren.

## **Onafhankelijkheid dwingt tot verantwoording**

Hoe komt het dat centrale banken hun koers verlegden en transparantie tot het alfa en omega van hun handelen verklaarden?

Wij gaan te rade bij Maria Demertzis. Zij doet sinds jaar en dag onderzoek naar monetair beleid en de effectiviteit ervan. Dat deed zij aanvankelijk aan de universiteit van Strathclyde (Schotland) en sinds 2000 bij DNB in Amsterdam. Tussen de bedrijven door, en dat al tien jaar lang, geeft zij college aan Harvard. Demertzis: 'In de jaren zeventig kreeg het Westen te maken met twee oliecrises. Een van de gevolgen was een lang

*Maria Demertzis, economisch onderzoeker en initiatiefnemer van de DNB-workshop over Transparency and Communication in Monetary Policy.*



aanhoudende hoge inflatie. In het daarop volgende decennium werden alle zeilen bijgezet om de prijzen stabiel te houden. Banken die autonoom opereren, zonder druk van de regering, bleken daar beter in te slagen. De onafhankelijkheid van de centrale bank werd vervolgens in de jaren negentig wettelijk verankerd in veel landen. Die onafhankelijkheid dwingt in een democratische samenleving tot het afleggen van verantwoording. Dat kan onder meer door transparant te zijn, door duidelijkheid te verschaffen over de doelstellingen die je nastreeft en inzicht te geven in de besluitvormingsprocessen.' Hoe die onafhankelijkheid wordt ingekleed, verschilt van bank tot bank. Demertzis: 'Kijk bijvoorbeeld naar een van de belangrijkste taken van een centrale bank, het handhaven van prijsstabiliteit. In Groot-Brittannië is het aan de minister van Financiën, als vertegenwoordiger van de gekozen regering, om het inflatiedoel te bepalen, terwijl de *Bank of England*, waarvan het bestuur benoemd is, naar eigen inzicht uitvoering geeft aan dat doel. De Europese Centrale Bank (ECB) daarentegen is zowel *goal independent* als *instrument independent*. Zij streeft ernaar de inflatie dichtbij maar onder de 2% te houden en zet daartoe de instrumenten in die zij nodig acht om dat doel te bereiken. De verantwoording vindt plaats in de volksvertegenwoordiging. Trichet zet het handelen van de ECB uiteen in het Europees Parlement, en de Bankwet van 1998 biedt ook Wellink, als president van de

Nederlandsche Bank die onderdeel is van het Europees Stelsel van Centrale Banken, de mogelijkheid het beleid toe te lichten in de Tweede Kamer.'

### Voordelen transparantie zijn evident

Terwijl onder 'central bank-watchers' consensus heerst over de noodzaak van een onafhankelijke centrale bank, ook al is die verschillend ingericht, zijn de wapens over 'transparantie en communicatie' nog niet neergelegd. Om het onderwerp goed uit de verf te laten komen, ging de DNB-workshop over Transparency and Communication in Monetary Policy van start met de presentaties van een voor- en een tegenstander van transparantie. Mathijs Bouman, oud-DNB'er en tegenwoordig verbonden aan de nieuwszender RTL 5, trad op als gespreksleider.

Claes Berg, directie-adviseur van de Zweedse *Riksbank*, wierp zich op als hartstochtelijk pleitbezorger van openheid. De Zweedse nationale bank geldt op papier als een van de meest transparante centrale banken ter wereld. Zij moet alleen die van Nieuw-Zeeland voor laten gaan. Stockholm publiceert niet alleen voorspellingen van economische groei en inflatie maar brengt ook de directienotulen naar buiten. Kort geleden is besloten dat de *Riksbank* tegelijk met de inflatievoorspelling ook aangeeft langs welk pad de rente zich – naar verwachting – zal ontwikkelen. De voordelen van transparantie, stelde Berg, zijn evident.



Het panel met vlnr. Wolfgang Mündsbaun (*Financial Times*), Henk Brouwer (directeur DNB) en Han de Jong (chief economist van ABN AMRO).

## De redenen om informatie geheim te houden veranderen met de jaren

Consumenten en producenten weten waar zij aan toe zijn, en nemen makkelijker beslissingen. Het publiek begrijpt waarom de nationale bank een bepaald beleid voert, en door transparant te zijn voldoet zij aan haar democratische plicht rekenschap af te leggen. Bovendien stimuleert het de staf, de wereld kijkt ten slotte mee, om efficiënt te werken.

### Prestaties zeggen meer dan woorden

Demertzis, initiatiefnemer van het seminar, vervulde de rol van advocaat van de duivel. Zij trok van leer tegen transparantie. Of beter, zij zocht de nuance. Sleutel voor een succesvol monetair beleid, betoogde zij, is niet zozeer transparantie als wel geloofwaardigheid. Want, heeft het zin om transparant te zijn, als een centrale bank voortdurend de plank mislaat en daarmee aan geloofwaardigheid inboet? De vroegere *Bundesbank*, moeder van alle onafhankelijke centrale banken, was allesbehalve transparant, maar geloofwaardig én effectief. Bovendien is daar het risico dat een centrale bank te veel informatie geeft en daarmee verwarring zaait. Het kan de markten bovendien ‘lui’ maken en hen de prik-

kel ontnemen de onderliggende ‘fundamentals’ – economische groei, inflatie en rente – zelf te beoordelen, en geeft de samenleving een gevoel van schijnzekerheid. Demertzis: ‘Uiteindelijk telt het resultaat. Een reputatie vestig je met goede prestaties. Het gaat erom dat een centrale bank inzicht geeft in de manier hoe zij haar doel denkt te bereiken. Ikzelf zie bijvoorbeeld geen toegevoegde waarde in de persconferenties van de ECB. Ze zijn weinig informatief, vooral bedoeld om te laten zien dat de organisatie, letterlijk, met één mond spreekt. Dat is ook belangrijk, en dat gold in de afgelopen jaren zeker voor de ECB die haar positie als monetaire autoriteit nog moest vestigen. Maar zij zit inmiddels stevig in het zadel, heeft een eigen persoonlijkheid weten te creëren en kan beoordeeld worden op haar *track record*. Dat maakt het interessant te weten hoe die unaniem uitgedragen beslissingen tot stand zijn gekomen. Wat de verschillende meningen aan tafel waren. Waarom? Omdat je zo zicht krijgt op de inschatting van de risico’s van een bepaald (rente)besluit. Dat kan, onder andere maar niet alleen, door de notulen van de vergaderingen van het bestuur te publiceren.





Ook Wellink gaf in zijn inleiding blijk van een relativiserende kijk op transparantie. Alleen als het echt nodig is, is geheimhouding geboden. De redenen om informatie geheim te houden veranderen trouwens met de jaren. Dat hangt af van het intellectuele klimaat, van de economische omstandigheden of domweg omdat de tijden veranderen. Best mogelijk dat de notulen van de ECB-raad op den duur aan de openbaarheid prijs gegeven worden. Maar, sloot hij af, ook al is het belangrijk wat we zeggen, wat we doen is uiteindelijk doorslaggevend.

### **Nog een wereld te winnen**

Kern van de workshop was een paneldiscussie van vertegenwoordigers uit de journalistiek, de financiële sector en de centrale bankwereld. Wolfgang Mündschau (*Financial Times*) gooide de knuppel in het hoenderhok door transparantie weg te zetten als een preoccupatie van de pers. Een centrale bank is transparant als het zich bedient van een heldere beleidsstrategie, betoogde hij. Mensen moeten begrijpen waarom een bank een bepaalde rentebeslissing neemt, en daar slaagde de niet-transparante maar immer voorspelbare *Bundesbank* – daar is zij weer – destijds beter in dan nu de ECB met haar twee-pijler strategie. Het is Mündschau niet duidelijk hoe Frankfurt de ontwikkeling van de geldhoeveelheid laat meewegen in haar rentebesluiten.

Han de Jong (chief economist van ABN Amro), was het ('money matters') niet met hem eens. Een centrale bank moet het inflatiegevaar pragmatisch te lijf gaan. De Jong greep de gelegenheid aan om de uitkomst van zijn mini-enquête onder financiële marktanalisten te presenteren. Aan transparantie, zo bleek, was nog een wereld te winnen, en ook zouden de analisten het prettig vinden als centrale banken een vast vocabulaire hanteerden zodat de markten weten dat zij bij een 'strong vigilance' van Trichet kunnen rekenen op een rentebesluit twee weken later. Dat mag dan als voordeel hebben dat de onzekerheid op de financiële markten afneemt, reageerde DNB-directeur Henk Brouwer. Maar daar staat tegenover het risico dat de markten Trichets gecodeerde signaleringen als toezegging opvatten, en de ECB gevangen raakt in haar eigen communicatie. Voorspelbaarheid is mooi maar, vond hij, inzicht geven in de beleidsstrategie en het besluitvormingsproces is nog beter.

Vooralsnog blijkt, rondde Brouwer af, de aanpak van de ECB effectief. 'De inflatieverwachting voor de middellange termijn blijft dichtbij maar onder de 2%, ook al was de feitelijke inflatie soms iets hoger. Dat is een duidelijk signaal, de ECB blijkt effectief, zij haalt haar hoofddoel, en het publiek vindt haar boodschap geloofwaardig.' •



## Meer dan het topje van de ijsberg

De monetaire politiek wordt effectiever en voorspelbaarder door grote openheid van zaken te geven. De Zweedse en Noorse centrale banken communiceren zelfs over hun eigen renteprognoses. Als die later bijgesteld moeten worden, schaadt dat de reputatie van de centrale bank niet. Integendeel. 'Het publiek en de markten verwachten niet anders van ons', aldus Ingvlid Svendsen van de Norges Bank.

### Marijke Hoogendoorn

Tot de meest transparante centrale banken wereldwijd behoren die van Zweden en Noorwegen. Zij onthullen niet slechts het topje van de ijsberg, maar zijn geneigd om de hele ijsberg te tonen. 'De meest nauwkeurige informatie die we kunnen geven is onze eigen renteprognose', stelt Ingvlid Svendsen, adjunct-afdelingshoofd economisch beleid van de centrale bank van Noorwegen. Dat doet deze bank sinds november 2005. 'Daarmee heeft onze communicatie aan kwaliteit gewonnen en is duidelijker en minder dubbelzinnig geworden.' Als de Norges Bank een krappere rentebeleid voorstaat dan uit de geldmarkttermijnkoersen valt af te leiden, dan zal de Norges Bank dit communiceren door haar voorkeursprognose te publiceren. Vroeger werd dat meer verhuuld

met uitspraken als 'de marktrente lijkt aan de expansieve kant'. Dan moest de markt zelf het kwantitatieve verschil bepalen.

Bovendien, als een centrale bank haar prognose baseert op de marktrente, maar daar zelf anders over denkt, dan zal die prognose niet consistent zijn, zoals onlangs werd opgemerkt in een hoofdartikel van de *Financial Times*. 'Als de renteprognose uitgaat van de voorkeursprognose van de bank zelf, dan komt dat de kwaliteit en betrouwbaarheid van de voorspellingen ten goede.'

Maar wordt die prognose niet als een belofte gezien door het publiek en de marktpartijen? En als de centrale bank dan een maand later met een andere prognose komt, zal dat dan de reputatie van de bank schaden? De Norges Bank meent van niet. 'Wij communiceren onze prognoses in de vorm van waaiergrafieken waarin onze inschattingen over bijvoorbeeld de economische ontwikkelingen tot uiting komen. Daarbij geven we onze onzekerheden en afhankelijkheden van externe factoren duidelijk aan. Gezien de reacties menen wij dat de onzekerheden en de afhankelijkheden goed worden begrepen. Als de vooruitzichten veranderen dan zal de Bank haar monetaire beleidsstrategie aanpassen. Het publiek en de markten verwachten niet anders van ons. Dat blijkt ook als je kijkt naar hoe de markttermijnrentes reageren op nieuwe informatie van onze zijde.'





De woordenstroom vanuit die eens zo gesloten forten van centrale banken zwelt gestaag. De vraag rijst of al die woorden het beleid nu werkelijk onthullen of nog veel verhullen. Of de boodschap goed overkomt, verschilt per ontvanger.

Goed communiceren is een vak apart, stelt Ingvilid Svendsen van de Norges Bank. 'De ontvangers van onze boodschap maken zelf hun eigen interpretaties. Misverstanden zijn daarbij mogelijk. Hoe nauwkeurig de informatie die we geven, des te minder we achteraf hoeven uit te leggen.'

Maar meer transparantie leidt niet automatisch tot meer begrip. Journalist Wolfgang Mündschau (*Financial Times*) stelde tijdens de workshop dat de oude Bundesbank niet transparant was, maar door de zeer grote mate van voorspelbaarheid in haar handelen wist je wel precies wat ze ging doen. 'Bij de Bundesbank begreep je als journalist beter waarom een bepaalde rentebeslissing werd genomen dan nu bij de ECB. Deze bank communiceert veel meer, maar maakt niet goed duidelijk waarom zij komt tot een bepaalde rentebeslissing.'

'De Bundesbank was totaal onvoorspelbaar. En dat was precies haar bedoeling, meent Maarten Schinkel, financieel journalist van *NRC Handelsblad*. 'Persconferenties vonden begin jaren

## Prognose wordt niet gezien als belofte

negentig plaats in een aparte mediabunker buiten het bankgebouw. De Bundesbank volgen was een soort Kremlinwatch in die tijd.' Het rentebeleid van de ECB is daarentegen totaal voorspelbaar, meent hij. 'Als de markten in een iets andere richting lijken te denken, dan komen er nog extra uitspraken om de verwachtingen bij te sturen. En de ECB geeft duidelijk haar redenen voor een besluit.' De kritiek op de ECB weerspiegelt de kloof tussen de Angelsaksische en de Europese manier van communiceren. 'Alan Greenspan heeft nog nooit een interview gegeven. De Fed en de Bank of England geven geen persconferenties, zoals de ECB. Zij publiceren de notulen van vergaderingen, wat de ECB weer niet doet. Ik ga liever naar een persconferentie waar ik zelf vragen kan stellen – ook al krijg ik dan vaak omfloerste antwoorden. Het verschil in communicatie is overigens meer een cultureel dan een inhoudelijk verschil. Maar op de financiële markten is de Angelsaksische denkwijze dominant, dus wordt de Angelsaksische wijze meer gewaardeerd. Dat heeft de ECB tegen.'



# De winst en risico's voor de markten

Transpanter, zeker, dat zijn ze geworden. Maar die grotere transparantie van centrale banken betekent niet automatisch dat de markt-handelaren gemakkelijker geld kunnen maken. 'Als iedereen weet welk rentebesluit eraan komt, dan wordt dat al verdisconteerd in de markt', stelt Kommer van Trigt, hoofd rentebeleggers van Robeco. Bovendien zijn er ook risico's verbonden aan grotere transparantie. 'Er is het gevaar dat de markten 'lui' worden', betoogt econoom Menno Middeldorp (Rabobank).

Marijke Hoogendoorn

## Transparantie levert geen cent meer op

De ECB is beslist transparanter dan de oude Bundesbank, oordeelt een meerderheid van de marktanalisten. Maar slechts een op de vier vindt de ECB succesvoller dan de oude Bundesbank; de helft acht het succes van de oude Bundesbank groter. Zo blijkt uit de kleine enquête die Han de Jong (Chief Economist van ABN Amro) deed onder financiële marktanalisten, om mede 'de stem van de markt' te verwoorden op de DNB-workshop.

De transparantie van centrale banken is dan wel verbeterd in de afgelopen tien jaar, maar het kan nog een stuk beter, aldus

80% van de ondervraagden. Dat komt, menen zij, de stabiliteit van het financiële systeem op de lange termijn ten goede. Volkomen eensgezind verwerpen alle ondervraagde marktanalisten de stelling 'als centrale banken nog transparanter zouden zijn, dan zou ik gemakkelijker geld kunnen maken'. Als De Jong deze uitkomst verwoordt, stijgt gelach op. En meerdere deelnemers stellen met klem 'er geen cent van te geloven'.

'Als iedereen weet welk rentebesluit eraan komt bij de komende centrale-bankvergadering, dan is dat al verdisconteerd in de markt. Daarmee valt dan inderdaad lastig geld te verdienen', stelt Kommer van Trigt, hoofd obligatiebeleggers van Robeco. 'Echter, centrale banken doen in de regel geen duidelijke uitspraken over de wat langere termijn. Daarmee is de toekomstige ontwikkeling van rentes, zeg vanaf looptijden van zes maanden tot en met 30 jaar en langer, nog net zo (on)voorspelbaar als vroeger. En op die markt liggen kansen voor beleggers. Als je daarover een goede toekomstvisie ontwikkelt, kun je slimme zetten doen en winst maken.'

## Transparant en onvoorspelbaar

De grotere transparantie is niet altijd synoniem met een grotere voorspelbaarheid, benadrukt Van Trigt. 'Kijk naar de Bank of England. Die is heel transparant over haar mandaat, legt uit welke criteria ze gebruikt voor rentebesluiten en publiceert de notulen van vergaderingen zodat je weet wie wat gestemd heeft.





Maar dat maakt haar rentebeleid nog niet voorspelbaar. Begin dit jaar kwam deze bank onverwacht met een renteverhoging.'

De verrassing van de afgelopen jaren is het feit dat kapitaalmarktrentes wereldwijd zo laag zijn gebleven. Ondanks de enorme stijging van de olieprijs, ondanks dat de officiële korte rente in de VS is verhoogd van 1 tot 5,25%. 'Probeer je dat raadsel op te lossen, dan wordt duidelijk dat je het effect van die grotere transparantie over het monetaire beleid van centrale banken niet moet overschatten. Het rentebeleid van de centrale banken is een afgeleide van de brede economische ontwikkelingen en de reactie van de financiële markten daarop. Er spelen zoveel factoren mee. We zien dat de centrale banken van Aziatische landen en olie-exporterende landen een enorme toevloed van dollars en euro's hebben gekregen. Die zijn grotendeels belegd in obligaties. Daarmee zijn de rentes gedaald en laag gebleven.'

De grotere transparantie van centrale banken draagt bij aan de zekerheid en de stabiliteit op de financiële markten, althans op de korte termijn. 'Maar voor de langere termijn kan die grote transparantie leiden tot een schijnzekerheid. Een onverwachte economische ontwikkeling kan het renteklimaat snel doen keren. En dat kan de instabiliteit vergroten.'

### Luiheid is des duivels oorkussen

'Over de rente-ontwikkelingen op de korte termijn (enkele maanden) zijn centrale banken veel meer gaan communiceren. Vaak in code-

taal, maar als je de codes eenmaal door hebt, dan is de boodschap overduidelijk. En als een centrale bank ook doet wat ze zegt, dan kunnen handelaren vertrouwen op haar woorden. Die voorspelbaarheid geeft handvatten voor hun werk', aldus Menno Middeldorp (Rabobank). De dealingroom was tot voor kort zijn werkplek. Als econoom had hij als taak om alle 'signalen' van centrale banken op te pakken, te interpreteren en in de vorm van renteverwachtingen door te sluisen naar de handelaren van de dealingroom.

Die grotere transparantie heeft wel een keerzijde. 'Je ziet dat handelaren steeds meer gaan leunen op alle informatie die centrale banken gratis weggeven. Dat haalt de prikkel weg om een eigen mening te vormen. Oud ECB-bestuurslid Tommaso Padoa-Schioppa zag hierin zelfs een gevaar dat de markten 'lui' zullen worden. Het klopt in ieder geval dat het de handelaren nu wel erg gemakkelijk wordt gemaakt. Maar als alle codes van een centrale bank erop wijzen dat de rente een bepaalde richting opgaat, dan leidt een onverwacht andersoortig besluit tot grote teleurstelling onder de handelaren. Dat kan onrust en grote volatiliteit op de financiële markten teweeg brengen.' De risico's die een grote transparantie met zich mee kan brengen, vormen onderwerp van het proefschrift waar Middeldorp aan werkt.

De luiken van centrale banken staan open, zullen dat ook blijven, maar hoe ver, daarover valt nog wel het nodige te zeggen. De discussie is volop gaande. Ook dat zal zo blijven. ●



# Seminar over pensioenrisico's en financiële stabiliteit

## Langer leven, duurder pensioen

Pensioenstelsels in stand houden vraagt om veel creativiteit en financiële educatie. Daarbij is een gezonde dosis conservatisme niet verkeerd.

Jan Kakes

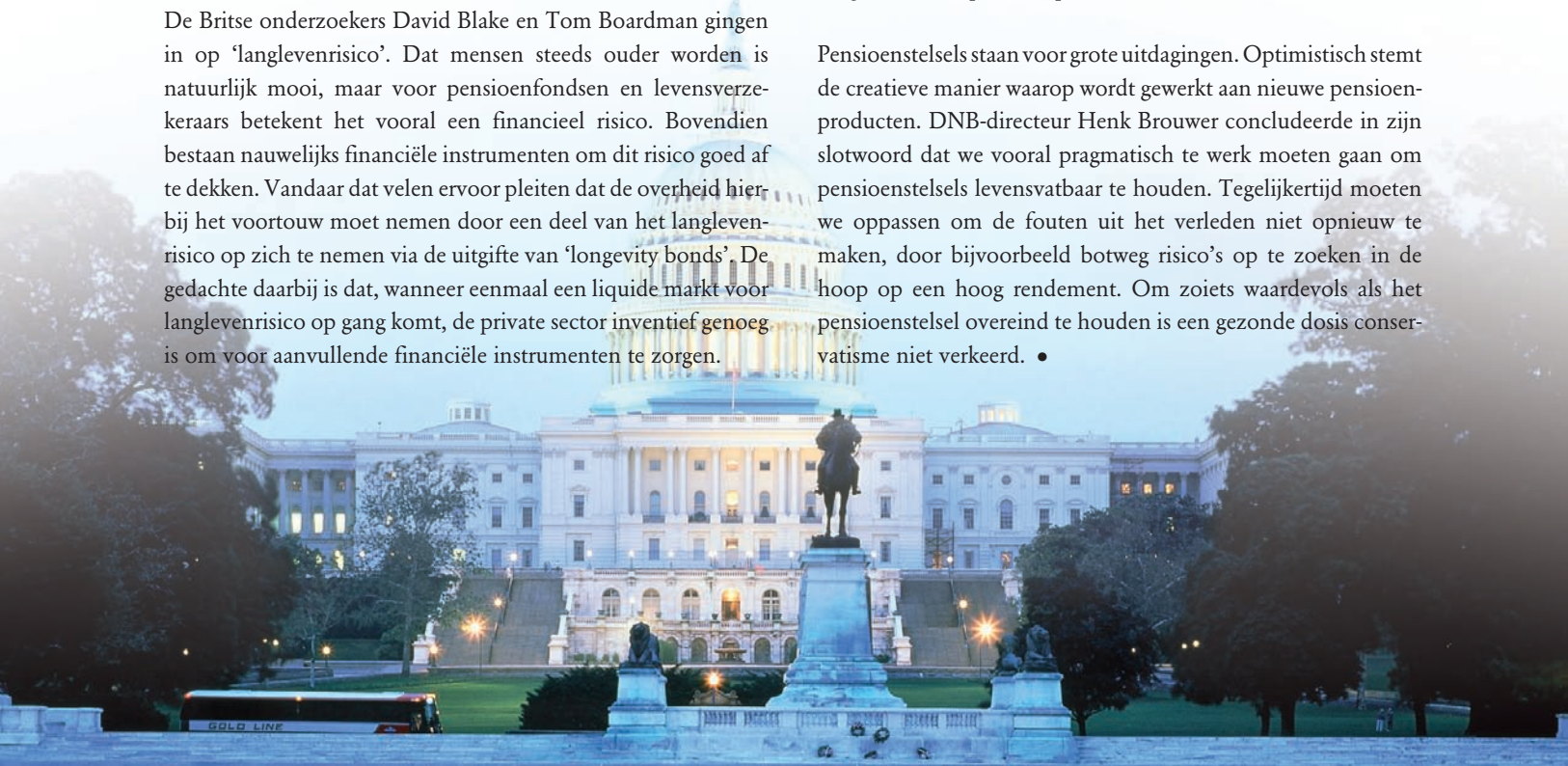
Om onze oudedagsvoorziening in stand te houden moet flink worden gespaard, en al dat kapitaal moet genoeg opbrengen om onze pensioenen te financieren. Gaat dat ook lukken? Zijn we goed voorbereid op de vergrijzing en kan de financiële stabiliteit in gevaar komen door de ontwikkelingen op pensioengebied? Over deze vragen bogen experts zich tijdens het seminar *Ageing, Pension Risk Management and Financial Stability* te Washington, een gezamenlijk initiatief van DNB en het Internationale Monetaire Fonds (IMF).

De aandacht voor een goede beheersing van pensioenrisico's is sterk toegenomen. Nieuwe financiële producten worden ontwikkeld die specifiek gericht zijn op inflatie-, rente- of langlevensrisico. Dit wordt bovendien gestimuleerd door aanpassingen in regelgeving en toezicht. Zoals Jaime Caruana van het IMF tijdens zijn openingswoord opmerkte, speelt Nederland wat dat betreft een toonaangevende rol in de wereld.

De Britse onderzoekers David Blake en Tom Boardman gingen in op 'langlevensrisico'. Dat mensen steeds ouder worden is natuurlijk mooi, maar voor pensioenfondsen en levensverzekeraars betekent het vooral een financieel risico. Bovendien bestaan nauwelijks financiële instrumenten om dit risico goed af te dekken. Vandaar dat velen ervoor pleiten dat de overheid hierbij het voortouw moet nemen door een deel van het langlevensrisico op zich te nemen via de uitgifte van 'longevity bonds'. De gedachte daarbij is dat, wanneer eenmaal een liquide markt voor langlevensrisico op gang komt, de private sector inventief genoeg is om voor aanvullende financiële instrumenten te zorgen.

In veel landen zijn mensen steeds meer zelf verantwoordelijk voor hun pensioenbeleggingen. Met de financiële kennis is het echter droevig gesteld. Dit pleit volgens sommigen voor financiële bijscholing, hoewel dit volgens anderen juist weggegooid geld is. Volgens David Blake zit het probleem namelijk dieper, omdat '50% van de mensen niet eens weet wat 50% betekent'. Dan Iannicola van het Amerikaanse Treasury stelt dat voorlichting ook inhoudt dat mensen niet onnodig angst wordt aangepraat over de risico's van beleggen, want anders zetten ze überhaupt geen geld meer opzij voor hun oude dag! Daarbij moet trouwens niet alleen worden gedacht aan beleggen in aandelen of obligaties. Wie bijvoorbeeld keurig zijn hypotheek aflost, bouwt op die manier een flink vermogen op in de vorm van een woning. De afgelopen jaren komt voorzichtig een markt voor zogeheten 'reverse mortgages' van de grond, waarbij de eigen woning door middel van een hypotheekconstructie wordt omgezet in een pensioenproduct.

Pensioenstelsels staan voor grote uitdagingen. Optimistisch stemt de creatieve manier waarop wordt gewerkt aan nieuwe pensioenproducten. DNB-directeur Henk Brouwer concludeerde in zijn slotwoord dat we vooral pragmatisch te werk moeten gaan om pensioenstelsels levensvatbaar te houden. Tegelijkertijd moeten we oppassen om de fouten uit het verleden niet opnieuw te maken, door bijvoorbeeld botweg risico's op te zoeken in de hoop op een hoog rendement. Om zoiets waardevols als het pensioenstelsel overeind te houden is een gezonde dosis conservatisme niet verkeerd. •





# Welk tegoed op uw bankrekening is gegarandeerd?

## Depositogarantiestelsel

Als uw bank failliet gaat, hoeft u niet in één klap al uw banktegoeden te verliezen, mits uw bank een vergunning heeft en valt onder het zogenoemde depositogarantiestelsel.

### Garantie tot EUR 40.000 met beperkt eigen risico

Stel een bank kan niet meer aan haar verplichtingen voldoen, bijvoorbeeld door een faillissement. Als die bank onder het depositogarantiestelsel valt, dan zijn rekeninghouders er zeker van dat de eerste EUR 20.000 van hun tegoeden op betaal- of spaarrekeningen gegarandeerd zijn. Voor de volgende EUR 20.000 geldt dat zij hiervan 90% terugkrijgen. Voor het deel van betaal- of spaarrekeningen tussen de EUR 20.000 en EUR 40.000 geldt dus een eigen risico van 10%.

Rekeninghouders kunnen volwassenen en kinderen zijn, maar ook verenigingen, stichtingen en kleine ondernemers.

### Voorbeelden

Niet alle bankproducten vallen onder het depositogarantiestelsel. Gewone spaarrekeningen vallen er wel altijd onder, maar sommige beleggingsproducten niet. Bij uw bank kunt u hierover meer informatie krijgen.

Bij en/of rekeningen geldt dat beide rekeninghouders deze garantie hebben. Beiden hebben dus de zekerheid dat hun tegoeden gegarandeerd zijn tot EUR 40.000 met beperkt eigen risico. Zo is bijvoorbeeld een echtpaar met een 'en/of rekening' bij een bank samen voor maximaal EUR 80.000, met beperkt eigen risico, gedekt.

Als een rekeninghouder zowel een rekening (bijvoorbeeld een salaris- en een spaarrekening) heeft als een persoonlijke lening, dan wordt per rekeninghouder een balans opgemaakt. Dat saldo kan negatief of positief zijn. Dat bepaalt of de rekeninghouder in aanmerking komt voor een uitkering uit het depositogarantiestelsel of dat er nog geld terugbetaald moet worden aan de curatoren van de failliete instelling.

Een rekeninghouder kan ook rekeningen hebben bij verschillende banken die onder hetzelfde conglomeraat vallen, zoals bijvoorbeeld ING Bank N.V. en Postbank N.V. Mocht er iets mis gaan met het conglomeraat, dan geldt de garantie voor de rekeningen bij beide banken. Elke bank heeft namelijk een zelfstandige vergunning en is als zelfstandige bank opgenomen in het register. Voor beide banken geldt dus het depositogarantiestelsel.



De Nederlandsche Bank draagt zorg voor de uitvoering van het depositogarantiestelsel. Rekeninghouders kunnen zich melden bij DNB voor een uitkering uit dit stelsel als hun bank failliet gaat of om andere redenen niet meer aan haar verplichtingen kan voldoen.

*Tip: check altijd of uw bank een vergunning van DNB heeft. Alleen in dat geval is het depositogarantiestelsel van toepassing. Banken die een vergunning hebben, zijn opgenomen in het register kredietinstellingen (zie [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)). Meer weten over deze regeling? Kijk op [www.wetten.nl](http://www.wetten.nl) •*



# Uitdagingen voor opstellers van de betalingsbalans in Azië

Zodra de kapitaalmarkten in de Aziatische landen zich openen, zullen de problemen om de internationale financiële stromen in kaart te brengen exponentieel toenemen. Hoog tijd dus voor een regionaal betalingsbalansseminar voor experts uit deze landen. Een uniek seminar, waar China en Taiwan voor het eerst beiden van de partij zijn.

Carel van den Berg en Pim Claassen

DNB kent veel goede tradities. Technische samenwerking is daar een van. Deze samenwerking richt zich op de (vooral Oost-Europese) centrale banken van de landen die Nederland vertegenwoordigt in het bestuur van het Internationale Monetair Fonds (de zogenoemde IMF-kiesgroepen). Mede op aanraden van het IMF komen experts uit Aziatische landen graag langs om hun licht op te steken over het nieuwe betalingsbalanssysteem van DNB. Dit systeem maakt het mogelijk een goed beeld te krijgen van de internationale transacties van alle Nederlanders.

Onlangs hebben de centrale bank van de Filipijnen en DNB samen een seminar georganiseerd voor de Aziatische opstellers van de betalingsbalans. Dit driedaagse seminar in Manilla trok 27 experts van centrale banken uit dertien Aziatische landen. Van Indonesië tot Laos. En van Papua Nieuw Guinea tot Fiji. En voor het eerst waren China en Taiwan beiden van de partij bij een regionaal seminar.

Zodra de kapitaalmarkten in de Aziatische landen zich openen, zullen de problemen om de financiële stromen in kaart te brengen exponentieel toenemen. De vaak nog verouderde betalings-

balanssystematiek in Aziatische landen, zo leert de Nederlandse ervaring, is niet goed geschikt om de zeer omvangrijke financiële stromen te meten die ontstaan als de kapitaalmarkten worden geliberaliseerd. Het is dus zaak om betalingsbalanssystemen te hervormen en dit tijdig en planmatig te doen. Dat was de boodschap die DNB naar voren bracht op het seminar. De Aziatische deelnemers vertelden over de uitdagingen waarvoor zij in eigen land staan. Veel deelnemers onderkenden de noodzaak van hervormingen, maar benadrukten dat het institutionele kader veelal tekort schiet om de gegevensverzameling aan te passen. Advies van DNB is om het IMF waar mogelijk te mobiliseren om hulp te bieden bij het invoeren van de benodigde institutionele aanpassingen.

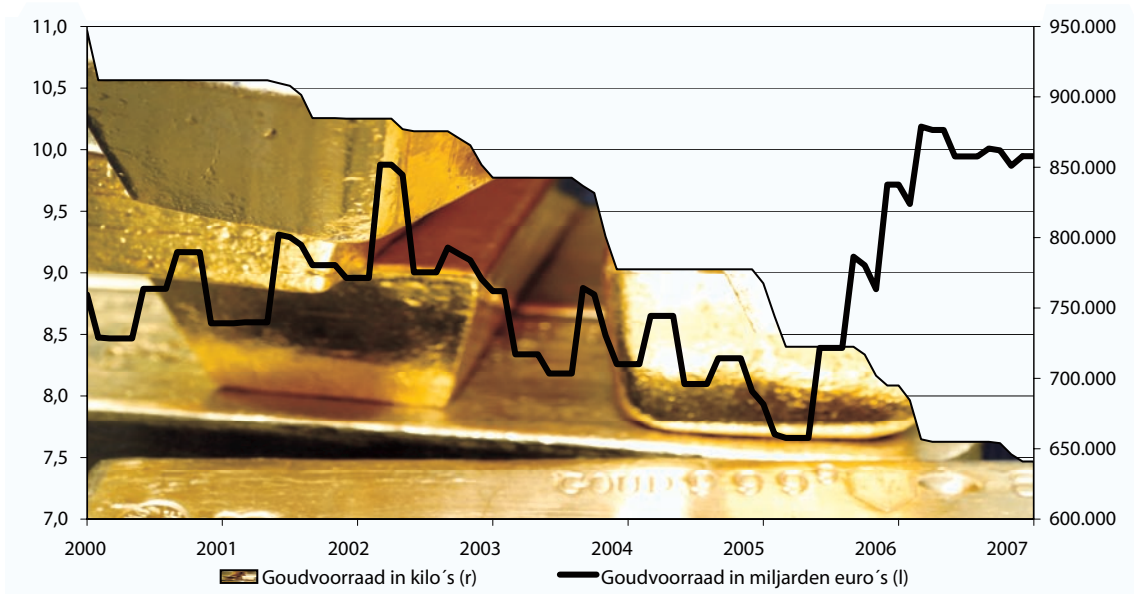
Met dit seminar zijn de contacten in Azië verbreed. China en Indonesië willen vaker een beroep op de expertise van DNB doen. De eerste uitnodiging is binnen. DNB spreekt binnenkort op een ASEAN-conferentie in Indonesië over buitenlandse investeringen. De verwachting is dan ook dat het Verre Oosten ons nog een stuk nader komt. Ook voor en door de betalingsbalans. •





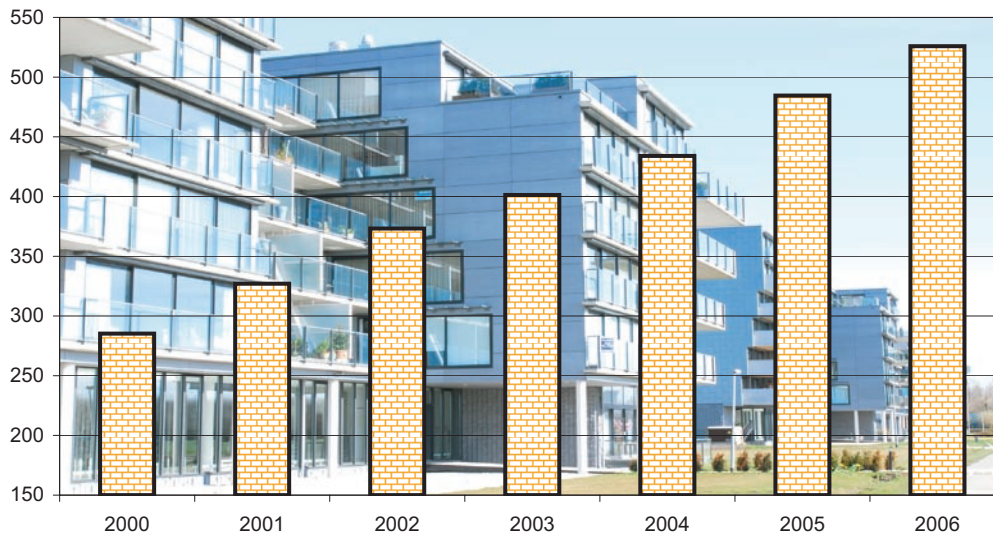
# De wereld in cijfers

**Goudvoorraad De Nederlandsche Bank**



De goudvoorraad van DNB heeft een waarde van bijna EUR 10 miljard. Dat is vergelijkbaar met de waarde van 40.000 gemiddelde koopwoningen. Sinds 1999 heeft DNB ongeveer 371.000 kilo goud ofwel ruim een derde van haar goudvoorraad verkocht. De waarde van de goudvoorraad is echter toegenomen omdat de goudprijs sterk gestegen is. Een kilo puur goud kost vandaag de dag EUR 16.000; dat was EUR 10.000 twee jaar geleden.

**Hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens in miljarden euro's**



De totale hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens is eind vorig jaar uitgekomen op EUR 526 miljard. Dat komt overeen met ruim 32 miljoen kilo goud, ongeveer 50 keer de Nederlandse goudvoorraad. Door de stijgende (korte) rente hebben veel huishoudens het afgelopen jaar de rente op hun hypotheek voor een langere tijd vastgezet.

## Lucy Stein

‘Vorig jaar was het beter’. Die opmerking hoor je vaak tijdens de jaarlijkse uitreiking van de Koninklijke Prijs voor de Schilderkunst door Hare Majesteit de Koningin. De uitreiking geeft elk jaar weer aanleiding tot een levendige discussie over de kwaliteit en het bestaansrecht van de schilderkunst. Voor de vermeende hogere kwaliteit van het voorgaande jaar wordt dan gewezen op de kunstenaars die na de prijsuitreiking veelvuldig in het nieuws kwamen met tentoonstellingen en aankopen door musea en verzamelaars.

Jonge kunstenaars tot de leeftijd van 35 jaar kunnen zich inschrijven voor de prijs. Een jury buigt zich ieder jaar over de vele inzendingen. En hoewel de schilderkunst in het recente verleden nog dood werd verklaard, zijn er altijd kunstenaars die op een prikkelende wijze een nieuw element weten toe te voegen en vol enthousiasme het tegendeel van deze verklaring bewijzen.

Lucy Stein (Oxford, 1979) is op overtuigende wijze een van de winnaars van de Koninklijke prijs in 2006. Met haar kleurrijke schilderijen trekt zij de aandacht. Haar onderwerpen én titels dagen uit. ‘*Competitive twats*’ is de heftige titel van het schilderij dat begin maart is aangekocht. Twee meisjes in badpak proberen de toeschouwer te verleiden met hun hartvormige Betty Boop gezichten. Daarbij is *Speedo* in competitie met *Fila*, twee bekende sportkledingmerken. Stein verwijst hiermee naar de merkencultuur, die de jonge generatie een houvast biedt om ‘erbij’ te horen. Ook gaat het in dit schilderij over het tonen van vrouwelijkheid. Zo heeft het meisje op de voorgrond haar borst ontbloot om extra aandacht te krijgen. Ook zit er aardig wat humor in. Zo vormt de O van *Speedo*

een zon. Dunne lagen olieverf maskeren en markeren tegelijkertijd de landschappelijke elementen in de voorstelling. Het schilderplezier straalt van het doek. Stein heeft inmiddels enkele succesvolle tentoonstellingen gehad. Een breed publiek heeft haar werk kunnen zien. Musea en verzamelaars hebben haar werk aan hun collecties toegevoegd.

Ook dit jaar zal bij de uitreiking van de Koninklijke Prijs weer worden opgemerkt dat het afgelopen jaar beter was. Wederom zullen die mopperaars in het ongelijk worden gesteld door jonge kunstenaars die met enthousiasme iets nieuws toevoegen. •

*Alexander Strengers, voorzitter Kunstcommissie van de Nederlandsche Bank*

*Competitive twats*  
Jaar: 2006  
Afmetingen: 200 x 140 cm  
Olieverf op linnen





## De seminars zijn een platform voor economisch wetenschappelijk onderzoek. Binnen- en buitenlandse wetenschappers bespreken er hun onderzoeksresultaten.

Samenvatting seminar van 15 maart 2007: *'Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation'* door Andrew Filardo (Bank for International Settlements).

Sinds het begin van de jaren negentig is de inflatie overal ter wereld niet alleen sterk gedaald maar ook opvallend stabiel. Dit ondanks de krachtige economische groei, stijgende grondstoffenprijzen en een over het algemeen ruimhartig monetair beleid in de belangrijkste valutagebieden. In hoeverre heeft de mondialisering bijgedragen aan dit indrukwekkende wereldrecord op inflatiegebied? Dit is onderzocht door Claudio Borio en Andrew Filardo, beiden als econoom verbonden aan de Bank voor Internationale Betalingen (BIB). Op basis van gegevens uit zestien hoogontwikkelde economieën concluderen zij dat mondiale capaciteitsbelemmeringen steeds sterker de interne inflatiedynamiek bepalen.

Het bewijs voor deze samenhang, tekenen de auteurs aan, is nog voorlopig en moet nog nader worden onderbouwd. De vraag of de mondialisering al dan niet van invloed is op de ontwikkeling van de inflatie heeft desalniettemin belangrijke consequenties voor de uitvoering van het monetair beleid. Indien de prijsdaling van internationaal verhandelde goederen een reële en duurzame uitwerking heeft op de inflatie, hoeft het monetair beleid waarschijnlijk minder restrictief te zijn en worden toch de doelstellingen verwezenlijkt.

Al met al signaleert deze bijdrage een intrigerende statistische regelmaat – in de samenhang tussen mondiale capaciteitsbelemmeringen en de interne inflatiedynamiek – met potentieel verstrekkende gevolgen voor het beleid. Dat verdient meer aandacht dan het tot dusver heeft gekregen. •

*Silvia Sgheri*



### Seminars die geweest zijn en waarvan een paper is op te vragen:

#### 22 februari:

*Listening Without Understanding: Central Bank transparency, Financial Markets and the crowding out of private information*, Menno Middeldorp (Rabobank).

#### 05 maart:

*Info-Gap: Decision Theory*, Yakov Ben-Haim (Technion – Israel Institute of Technology).

#### 12 april:

*Modeling data revisions: Measurement Error and Dynamics of "True" Values*, Jan Jacobs (Rijksuniversiteit Groningen).

### PROGRAMMA 2007:

#### 14 mei:

*Financial Development, Consumption Smoothing, and the Reduced Volatility of Real Growth*, Stephen Cecchetti (Brandeis University).

#### 21 juni:

*ECB Governance in an Enlarged Eurozone*, Agnes Benassy Quere (CEPII). Co-auteur: Edouard Turisch.

#### 27 september:

*Identifying Trends in Female Labour Force Participation*, Daniël van Vuuren (CPB).

Het actuele programma van 2007 staat op onze website: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl). Voor meer informatie kunt u contact opnemen met Rodetta Noordwijk, tel. 020-5241984, e-mail: [r.j.noordwijk@dnb.nl](mailto:r.j.noordwijk@dnb.nl).



Vertrouwen, Cement van de Samenleving en Aanjager van de Economie

VERTROUWEN

06



Van kauri tot euro



Over geld, idens en de Nederlandsche Bank



## DNB-publicaties

De Nederlandsche Bank

Statistisch Bulletin maart 2006

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

- Waar het om draait (publieksbrochure)
- Van kauri tot euro, een korte geschiedenis van het geld, de gulden en de Nederlandsche Bank
- Praktische lesopdrachten tweede fase havo/vwo: 'Waar voor je geld', 'Ook geld kost geld' en 'Katern Argentinië'
- Digitaal lesprogramma 'Scoren met beleid', tweede fase havo/vwo
- Cd-rom 'Echt of vals?' en folder 'Kijken, Kantelen, Voelen' over de echtheidskenmerken van de eurobiljetten

### Periodiek verschijnen:

- Jaarverslag
- Kwartaalbericht
- Statistisch Bulletin
- Overzicht Financiële Stabiliteit

### DNB publiceert ook over haar wetenschappelijk onderzoek:

- Working Papers
- Occasional Studies

Alle uitgaven zijn online beschikbaar. U vindt ze op [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl). De uitgaven kunt u ook bestellen via deze website, per mail ([info@dnb.nl](mailto:info@dnb.nl)) of via een brief, die u kunt richten aan:

De Nederlandsche Bank, Afdeling Facilitaire diensten/  
Postkamer, Postbus 98, 1000 AB Amsterdam.



WAAR HET OM DRAAIT

DNB Magazine is een tweemaandelijks uitgave van De Nederlandsche Bank N.V.

#### Redactie-adres

DNB Magazine  
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam  
Westeinde 1, 1017 ZN Amsterdam  
Telefoon 020 - 5242409/5753  
Fax 020 - 5242228  
E-mail (redactie): [magazine@dnb.nl](mailto:magazine@dnb.nl)  
Internet: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)

#### Hoofredactie

Loek van Daalen

#### Eindredactie

Marijke Hoogendoorn

#### Aan dit nummer werkten mee

Carel van den Berg, Pim Claassen, Paul Disveld, Wim Goes, Jan Kakes, Corry van Renselaar, Arnold Schilder, Hubert Schokker, Silvia Sgheri, Alexander Strengers, Cees ten Thije, Erica Verdegaaal, Thijs van Woerden.

#### Fotografie/ Illustraties

Corbis, Geldmuseum, John van de Meent, Rob Meulemans.

#### Vormgeving en druk

Fd-Reproductie DNB

#### Abonnementen

Een abonnement op DNB Magazine is gratis en uitsluitend schriftelijk of per e-mail aan te vragen. Adreswijzigingen en opzeggingen eveneens schriftelijk opgeven.

#### Abonnementenadministratie

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

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





DNB-president Nout Wellink heeft op 26 maart in Heerenveen een beeld onthuld ter ere van zijn voorganger Wim Duisenberg. De in 2005 overleden Duisenberg is geboren en opgegroeid in deze Friese stad. De burgemeester van Heerenveen, Peter de Jonge, kon dan ook constateren dat Wim Duisenberg weer thuis was.

De onthulling vond plaats onder grote belangstelling, niet alleen vanuit de plaatselijke bevolking maar ook vanuit de financiële wereld en de overheid. Duisenberg was tijdens zijn loopbaan onder meer werkzaam als centrale bankier bij DNB en de ECB, als bankier bij de Rabobank en als minister van Financiën.

Het beeld is een buste in brons, vervaardigd door Frans Ram.