

# Overzicht Financiële Stabiliteit in Nederland

Voorjaar 2011 / Nr. 13



De Nederlandsche Bank

---

*Overzicht Financiële*

*Stabiliteit in Nederland*

© 2011 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 800

Dit document is samengesteld op basis van informatie beschikbaar t/m 12 april 2011.

Iedere openbaarmaking en vereenvoudiging voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan, mits met bronvermelding.

Westeinde 1, 1017 ZN Amsterdam – Postbus 98, 1000 AB Amsterdam,  
Telefoon (020) 524 91 11 – Telefax (020) 524 25 00  
*Internet: [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).*

# Inhoud

Voorwoord 4

Samenvatting 5

1 Ontwikkelingen in de internationale omgeving 7

*Box 1 Renteverwachtingen zijn een slechte voorspeller 14*

2 De Nederlandse reële economie 15

*Box 2 De krediet/bbp-ratio als aangrijppunt voor macroprudentieel beleid 16*

3 Nederlandse Financiële Ondernemingen 22

*Box 3 Waarderingsproblematiek uitzettingen 26*

*Box 4 Verwevenheid verzekeringssector met het financieel systeem 28*

4 Institutionele ontwikkelingen en infrastructuur 31

*Box 5 Toenemende risicodifferentiatie in het uitleengedrag van banken 36*

## Voorwoord

Financiële stabiliteit is een rode draad in de taakuitoefening van DNB. Dat gaat verder dan het bewaken van de gezondheid van afzonderlijke onder toezicht staande instellingen. Nadrukkelijk houdt DNB rekening met de wisselwerking tussen financiële instellingen en hun omgeving: andere instellingen, financiële markten, infrastructuur en de reële economie. Dergelijk toezicht op het systeem als geheel wordt ook wel macroprudentieel toezicht genoemd. Als onderdeel hiervan publiceert DNB elk halfjaar het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS).

Het OFS schetst risico's die groepen instellingen of hele sectoren raken en het financieel stelsel en uiteindelijk ook de economie kunnen ontwrichten. Het biedt in beknopte vorm een integraal overzicht van deze instellingsoverschrijdende risico's, waarbij de nadruk ligt op risico's voor het Nederlandse financieel systeem en zijn omgeving. DNB schrijft het OFS om belanghebbenden—financiële instellingen, beleidsmakers en het publiek—bewust te maken van deze risico's.

De risicoanalyse in het OFS is zo veel mogelijk vooruitblikkend. Kijken naar de toekomst gaat gepaard met onzekerheid en DNB kan niet alle toekomstige risico's voorzien. DNB beoogt met de kennis van nu een zo goed mogelijke risicoanalyse te geven van toekomstige bedreigingen. Waar mogelijk doet DNB voorstellen voor beleid dat risico's tegen kan gaan. De analyses en aanbevelingen in het OFS bieden instellingen en beleidsmakers inzichten om de gevolgen van schokken in het financiële systeem te verkleinen. Dat vormt de eerste verdedigingslinie bij het borgen van de financiële stabiliteit.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Zie voor een verdere bespreking van het macroprudentieel toezicht de publicatie 'naar een stabielere financieel stelsel: macroprudentieel toezicht binnen DNB' (mei 2010).

## Samenvatting

Tegen de achtergrond van een herstellende wereldeconomie is de financiële sector de afgelopen periode geleidelijk aangesterkt. Toch blijft deze kwetsbaar voor nieuwe schokken. Op de korte termijn blijven risico's samenhangend met de Europese schuldencrisis de grootste bedreiging voor financiële stabiliteit. Verder kunnen problemen op de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed, waar structurele leegstand dreigt, de financiële sector raken. Gezien deze risico's moeten financiële instellingen transparant zijn over hun uitzettingen in kwetsbare landen en commercieel vastgoed en zorgen voor een adequate en voldoende prudente waardering van deze posities.

Risico's op langere termijn zijn het afgelopen jaar van aard veranderd. Hoewel de aandacht van marktpartijen de afgelopen maanden is verschoven naar de gevolgen van de zeebeving bij Japan en de aanhoudende onrust in het Midden-Oosten en Noord-Afrika, neemt het economische herstel vooralsnog steeds vastere vormen aan. Daardoor is het risico van een dubbele dip naar de achtergrond verdwenen. Vooral opkomende economieën groeien sterk. Dit gaat samen met stijgingen in grondstoffenprijzen en een wereldwijd toenemende inflatiedruk. Het risico op renteschokken komt daardoor prominenter in beeld. Net als in aanloop naar de crisis, nemen mondiale onevenwichtigheden toe en is sprake van overliquiditeit in het mondiale financieel systeem. Op middellange termijn kunnen deze ontwikkelingen de financiële stabiliteit bedreigen, wanneer opnieuw zeepbellen op financiële markten of onhoudbare schuldposities ontstaan. De grenzen van het wereldwijde ruime monetair beleid zijn langzaam bereikt.

In Nederland is de groei van de kredietverlening tijdens de crisis afgenomen en sindsdien is deze meer in lijn met de langetermijntrend. Toch worden huishoudens gestaag gevoeliger voor een prijsdaling op de huizenmarkt of voor renteschokken, doordat de verhouding tussen bezit en schuld nog altijd verslechtert. Een essentiële eerste stap om deze ontwikkeling tegen te gaan, is dat banken en verzekeraars de aangescherpte Gedragscode Hypothecaire Financieringen strikt naleven. Voor de overheid blijft het terugbrengen van de staatsschuld een belangrijke prioriteit, om behoud van het vertrouwen van financiële markten te borgen en toekomstige schokken te kunnen opvangen.

De crisis heeft aangetoond dat de buffers in het financiële stelsel groter moeten zijn dan zij in het verleden waren. Mede dankzij het economische herstel hebben de Nederlandse financiële instellingen hun buffers het afgelopen halfjaar kunnen versterken. Voor levensverzekeraars en pensioenfondsen droeg ook de recente stijging van de lange rente daaraan bij. Om het financieel systeem weerbaarder te maken, blijft het echter nodig dat financiële instellingen structurele aanpassingen doorvoeren, waaronder verdere versterking van kapitaalbuffers. Deze aanpassingen worden ook afgedwongen door de strengere regelgeving die de komende jaren wordt ingevoerd: nieuwe Bazelse liquiditeits- en kapitaaleisen aan banken, Solvency II regelgeving voor verzekeraars, en aanpassingen in het Nederlandse pensioenstelsel.

Voor banken blijft het moeilijker dan voor de crisis om nieuwe financiering aan te trekken, terwijl zij de komende jaren juist relatief veel schuld moeten herfinancieren. Een extra uitdaging is dat de Nederlandse sector sterk afhankelijk is van marktfinanciering. Door deze combinatie van factoren vormen mogelijke financieringsproblemen een risico voor de Nederlandse bankensector. Belangrijk is dat banken realistische verwachtingen hebben over mogelijkheden om hun financieringsbronnen te diversificeren. Zo is het groeipotentieel van de Nederlandse spaarmarkt beperkt. De toenemende uitgifte van gedekte obligaties draagt bij aan de stabiliteit van financiering, maar vergroot het risico voor andere crediteuren.

Bij levensverzekeraars blijft de winstgevendheid en omzet de komende jaren onder druk staan, door de toegenomen levensverwachting, een verslechterde reputatie en lage lange rente. Dit vraagt om een heroverweging van de bestaande strategie en om het verkleinen van de kostenbasis.

Voor de pensioensector is de houdbaarheid van het stelsel een aandachtspunt. Aanpassingen van het pensioenstelsel zijn noodzakelijk, maar zaak is daarbij de stabiliserende effecten van het huidige stelsel op de economische en financiële cyclus zoveel mogelijk te behouden.

In nationaal en internationaal verband zijn naar aanleiding van de financiële crisis verschillende beleidswijzigingen voorgesteld om het faillissement van financiële instellingen beheersbaar te maken en de inzet van publieke middelen tot een minimum te beperken. Nationaal wordt het wettelijk crisisinstrumentarium aangepast en zal een fonds worden gevormd voor ex ante financiering van het depositogarantiestelsel. Internationaal heeft de Financial Stability Board een raamwerk ontwikkeld gericht op grote, systeemrelevante instellingen. Deze instellingen zullen de kans op faillissement moeten verminderen door hogere kapitaalbuffers aan te houden en de impact van een onverhoopt faillissement moeten verkleinen door het opstellen van heldere herstelplannen. DNB zal dit raamwerk toepassen op alle voor het Nederlandse stelsel systeemrelevante instellingen.

## I Ontwikkelingen in de internationale omgeving

*Het herstel van de wereldeconomie wordt robuuster. Op financiële markten is het sentiment positiever. Wel gaat sinds februari veel aandacht uit naar de gevolgen van de zeebeving bij Japan en de aanhoudende onrust in het Midden-Oosten en Noord-Afrika. De impact van deze gebeurtenissen is enorm, vooral door het leed dat is veroorzaakt. Toch blijft de schulden crisis het belangrijkste kortetermijnrisico voor de financiële stabiliteit in Nederland. De situatie in perifere eurolanden blijft precair en structurele verschillen tussen eurolanden blijven toenemen. Daarnaast ontstaan andere risico's voor financiële stabiliteit. Door de sterke groei van opkomende economieën stijgen grondstoffenprijzen fors en ook mondiale onevenwichtigheden nemen weer toe. Beleidsaanpassingen zijn daarom noodzakelijk.*

### Schuldencrisis

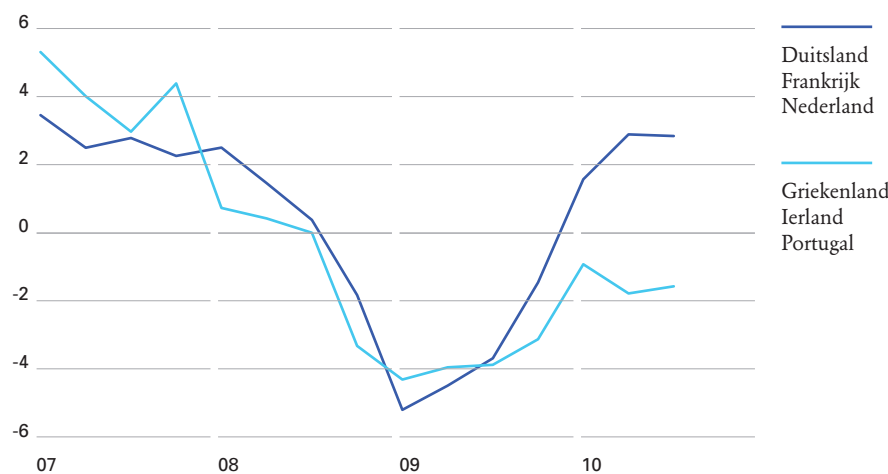
Eind november 2010 is de Europese schulden crisis een nieuwe fase ingegaan. Na Griekenland verloor Ierland het vertrouwen van financiële markten en kwam tot een steunprogramma met EU-landen en het IMF. Het Ierse programma richt zich – anders dan het Griekse programma – op de bancaire sector, die hard is geraakt door de kredietcrisis. Problemen bij Ierse banken hebben in sterke mate bijgedragen aan het oplopen van de Ierse staatsschuld.

*De schulden crisis is een nieuwe fase ingegaan ...*

Begin april heeft ook Portugal een steunpakket aangevraagd bij EU-landen en het IMF. Portugal heeft de laatste maanden steeds meer moeite om het vertrouwen van markten te behouden. De situatie kwam in een stroomversnelling toen eind maart de Portugese minderheidsregering haar ontslag aanbood, nadat de regering er niet in slaagde om bezuinigingsmaatregelen, die nodig zijn om de fiscale doelstellingen

### Grafiek 1 Reële bbp-groei

Jaar-op-jaar mutatie per kwartaal, in procenten.



Reële bbp-groei is gewogen naar nominaal bbp.  
Bron: Eurostat.

te behalen, door het parlement te loodsen. De modaliteiten van het steunpakket moeten nog worden vastgesteld, maar zullen net als bij het Griekse programma gericht zijn op het doorvoeren van structurele maatregelen ter bevordering van de concurrentiepositie. Het is van belang dat ook de nieuwe regering die na de verkiezingen in juni zal aantreden de maatregelen uit het steunprogramma volledig onderschrijft.

*... en legt de verschillen tussen perifere en niet-perifere landen bloot*

De crisis heeft de verschillen in de economische groei tussen perifere landen en niet-perifere landen vergroot (grafiek 1). Griekenland, Ierland, en Portugal zijn nog kwetsbaarder geworden voor negatieve schokken. Een plotselinge rentestijging op kapitaalmarkten, bijvoorbeeld, zal de conjunctuur en de overheidsfinanciën in deze landen belasten en daarmee ook de inspanningen om de schulden crisis op te lossen. Het exacte moment waarop zo'n schok optreedt is vaak lastig te voorspellen (box 1). Griekenland, Ierland, en Portugal zullen daarom voortgang moeten maken met maatregelen om hun economie gezond te maken. In eerste instantie kunnen bezuinigingen, belastingverhogingen en structurele hervormingen lagere groei met zich meebrengen, maar deze maatregelen zijn noodzakelijk voor herstel van het groei-potentieel en het terugwinnen van het vertrouwen in de economie.

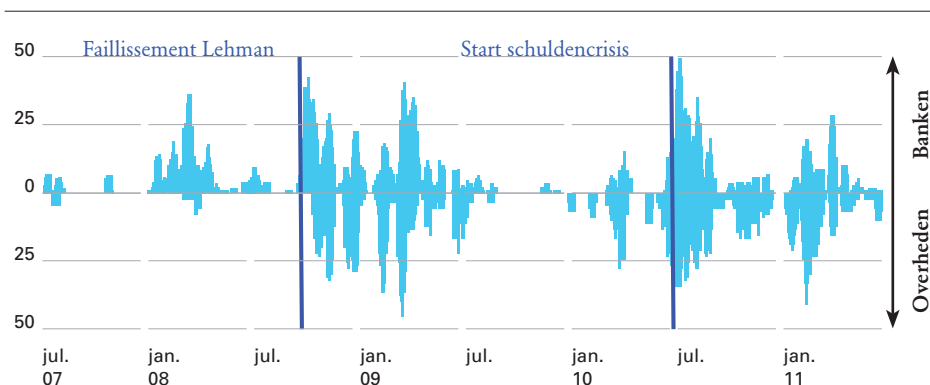
Voor landen die deelnemen aan een monetaire unie is de noodzaak van structurele hervormingen groter dan voor andere landen; zij kunnen problemen niet verminderen door devaluatie. Bovendien heeft binnen een monetaire unie onevenwichtig beleid van één land gevolgen voor de rest van de unie. De precare situatie in de perifere landen veroorzaakt onzekerheid bij marktpartijen over de gezondheid van grote delen van het Europese bankwezen. Omgekeerd zijn risicopremies van overheden gevoelig geworden voor problemen in de bancaire sector. Tot halverwege 2008 kwam de crisis primair tot uiting in een toenemende samenhang tussen schokken in bancaire CDS-premies, de zogenaamde *co-exceedance*. Sinds de overheidsingrepen van 2008 zien we deze samenhang ook terug in de risicopremies die overheden zelf betalen (grafiek 2). Deze ongunstige samenhang is door de schulden crisis weer toegenomen. Het gelijktijdige optreden van extreme bewegingen in risicopremies van banken en overheden duidt op toegenomen systeemrisico.

*Structurele aanpassingen zijn daarom noodzakelijk*

Budgettaire aanpassingen en geloofwaardige structurele hervormingen verdienen prioriteit om herstel van vertrouwen op financiële markten te borgen. Daarnaast is een vangnet nodig voor landen die onverhoopt in problemen komen. Op de

### Grafiek 2: Systematisch risico banken en overheden - CDS-premies

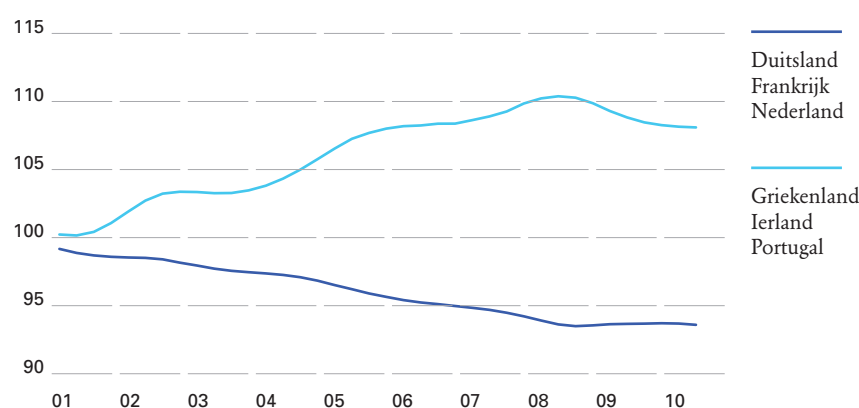
Co-exceedance van CDS-premies, in procenten - 7-daags gemiddelde.



Getoond wordt hoeveel procent van de banken en overheden gelijktijdig een extreme stijging van CDS-premies laat zien. Overheden zijn EU-12 exclusief Luxemburg plus Japan en de VS. Bron: Thomson Datastream en eigen berekeningen.

**Grafiek 3 Reële wisselkoersontwikkeling**

Index: 1999 = 100, deflator arbeidskosten.



Reële wisselkoersontwikkeling is gewogen naar nominaal bbp.  
Bron: Eurostat.

Eurotop van 25 maart hebben Europese regeringsleiders nieuwe maatregelen aangekondigd om de schuldencrisis te bedwingen. Europese overheden zullen de beschikbare middelen voor het steunfonds EFSF verruimen. Ook de rente op nieuwe EFSF-leningen wordt verlaagd, wat de positie van landen die een beroep moeten doen op het fonds zal verbeteren. Beide ontwikkelingen zijn een welkome versterking van het vangnet, al is het spijtig dat een aantal belangrijke details nog moet worden uitgewerkt. Vanaf 2013 wordt het steunfonds vervangen door het ESM, een permanent fonds met een effectieve leencapaciteit van EUR 500 mrd.

De schuldencrisis maakt duidelijk dat het huidige Europese raamwerk van onderling toezicht niet voldoet. Op de Eurotop van maart is besloten dit raamwerk te verbeteren, onder andere door de criteria voor schuld en tekort van het stabiliteits- en groeipact (SGP) in nationale wetgeving te verankeren. Maar ook toenemende verschillen in concurrentiepositie hebben bijgedragen aan de crisis. Daarom zal in de toekomst ook gekeken worden naar indicatoren voor de opbouw van macro-economische onevenwichtigheden binnen het eurogebied, zoals de ontwikkeling van de reële wisselkoers (grafiek 3). Beleidsinitiatieven voor het verbeteren van de concurrentiepositie van Eurolanden moeten echter niet vrijblijvend blijven.

Ongezonde overheidsfinanciën zijn ook buiten Europa een probleem. Japan heeft bijvoorbeeld een bruto overheidsschuldquote van ruim 200 procent. De VS had in 2010 een begrotingstekort van 10 procent van het bbp, dat bijdroeg aan het tekort op de lopende rekening en de sterk oplopende staatsschuld. Het risico is dat de schuldpositie van deze landen op termijn onhoudbaar zal blijken, als aanpassingsinspanningen tekortschieten en deze landen het vertrouwen van beleggers verliezen. De ontwikkelingen op de markt voor Europese overheidsobligaties laten zien dat vertrouwen in overheden van ontwikkelde economieën niet langer vanzelfsprekend is.

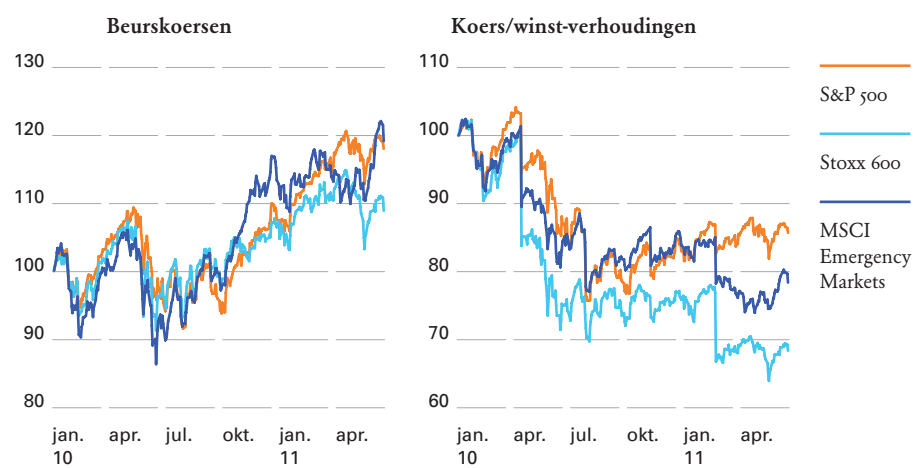
**Markten**

Ondanks het voortduren van de onrust op markten voor Europese staatsobligaties, is op andere financiële markten vanaf begin 2011 het sentiment verbeterd. De aandacht is verschoven van ontwikkelingen in de Europese periferie naar het doorzettende economisch herstel in veel andere economieën. Aandelenmarkten laten al sinds de zomer van 2010 een krachtige stijging zien (grafiek 4). De bijbehorende

*Door economisch herstel is het marktsentiment verbeterd ...*

### Grafiek 4 Beursindices

Index: 1-1-2010 = 100.



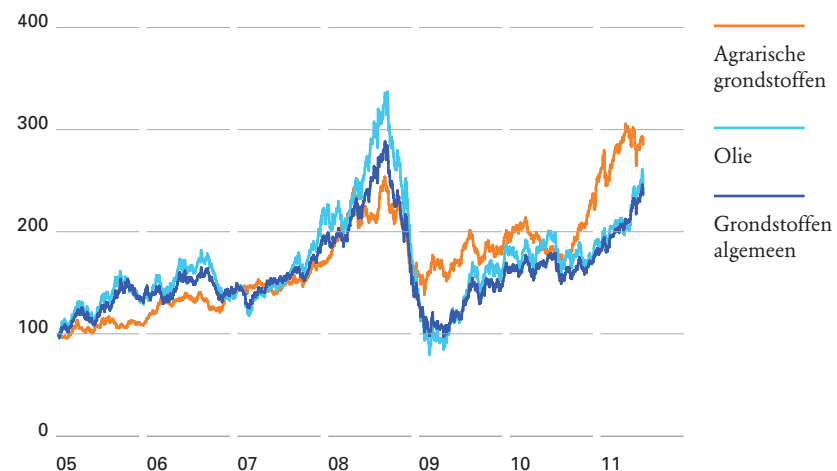
Bron: Bloomberg.

koers-winstverhoudingen dalen trendmatig, hetgeen erop wijst dat de koersstijgingen voorbode waren van een herstellende winstgevendheid van bedrijven. Ook zogeheten *high yield* bedrijfsobligaties hebben de afgelopen maanden dankzij dalende risicopremies hoge rendementen laten zien. Door het herstel neemt de kans dat deze obligaties worden terugbetaald toe, waardoor de rendementverwachtingen ook toenemen. Inmiddels zijn risico-opslagen op nieuwe uitgiftes gedaald tot het niveau van voor de crisis.

Sinds februari en maart gaat veel aandacht op financiële markten uit naar de gevolgen van de zeebeving bij Japan en de aanhoudende onrust in het Midden-Oosten en Noord-Afrika voor het herstel van de wereldeconomie. Bij onzekerheid hebben beleggers een voorkeur voor minder risicovolle beleggingen, zodat aandelenmarkten wereldwijd weer moesten inleveren. Ook de risicopremies op high yield obligaties

### Grafiek 5 Grondstoffenindices

Index: 31-12-2004 = 100.



Bron: Thomson Datastream en Bloomberg.

nemen weer toe, waarmee een gedeelte van de koersstijgingen van de afgelopen periode ongedaan wordt gemaakt.

Onder invloed van het economisch herstel zijn prijzenindices van grondstoffen, zoals olie, de afgelopen twee jaar meer dan verdubbeld (grafiek 5). De prijsstijgingen worden grotendeels veroorzaakt door fundamentele vraag- en aanbodfactoren, zoals toenemende vraag uit opkomende economieën en beperkte productiecapaciteit. In 2010 stegen prijzen van agrarische producten sterk, waarbij tegenvallende oogsten een rol speelden. Beleidsreacties van sommige landen, zoals exportbeperkingen en voorraadopbouw, zorgen onbedoeld voor extra opwaartse prijsdruk.

*... en zijn prijzen van grondstoffen sterk gestegen*

De stijging van de olieprijs wordt versterkt door de onzekerheid als gevolg van onrust in het Midden Oosten en de kernramp in Japan. Bij een verder aantrekkende wereldeconomie dient rekening te worden gehouden met een extra stijging van de olieprijs: deze ligt nog altijd ruim onder de piek in 2008. Ontwikkelde economieën zijn de afgelopen decennia minder gevoelig geworden voor een stijgende olieprijs, maar opkomende economieën zijn mogelijk kwetsbaarder.

Gedurende 2010 is de omvang van grondstofgedreven handelsactiviteiten fors toegenomen. De opkomst van Exchange Traded Commodities (ETCs) geeft aan dat financiële partijen in toenemende mate proberen om rendement te boeken met beleggingen in grondstoffen. Het vermogen van beleggingsfondsen die zich richten op grondstoffen (ETCs) wordt thans geschat op meer dan EUR 100 miljard. In tegenstelling tot traditionele grondstofderivaten zoals termijncontracten (futures), beleggen sommige ETCs in fysieke voorraden van bijvoorbeeld industriële metalen als koper, aluminium en zink. De jaarlijkse toename van deze voorraden bedraagt enkele procenten van de wereldwijde vraag en het is aannemelijk dat dit in enige mate bijdraagt aan de prijsstijgingen. Naast de opkomst van ETCs is sprake van een toenemend gebruik van complexe strategieën en producten voor grondstoffenhandel. Bij deze activiteiten wordt een hefboomstrategie (leverage) toegepast, wat de volatiliteit van rendementen vergroot. Beheerstechnieken voor deze producten en strategieën veronderstellen dat markten zich stabiel gedragen en markten voldoende liquide zijn, zodat posities snel ingenomen en verkocht kunnen worden. Bij ongunstige marktontwikkelingen kunnen echter snel forse verliezen ontstaan, zeker als de liquiditeit opdroogt, of veronderstelde correlaties verdwijnen of omkeren.

*Ook de handel in afgeleide producten neemt fors toe*

In de VS blijven de huizenprijzen dalen; in februari daalden zij opnieuw met 5,2 procent op jaarbasis. Op de meeste Europese huizenmarkten is daarentegen een voorlopig einde gekomen aan de prijsdalingen van de afgelopen jaren. Ook de correctie op commerciële vastgoedmarkten is in de meeste Europese landen voorsnog tot een einde gekomen. Vanaf 2010 zijn de getaxeerde waarden van kwalitatief hoogwaardig vastgoed in een aantal landen weer gestegen. Toch blijven deze markten fragiel. In sommige landen – waaronder Nederland – bestaat structurele leegstand van kantoorruimte en laten deelmarkten nog steeds prijsdalingen zien. Door de illiquiditeit van vastgoedmarkten is adequate waardering van groot belang. Voor herstel van het vertrouwen in de financiële sector is het belangrijk dat tegenpartijen erop kunnen vertrouwen dat verliezen niet verborgen blijven.

*Onroerendgoedmarkten blijven kwetsbaar*

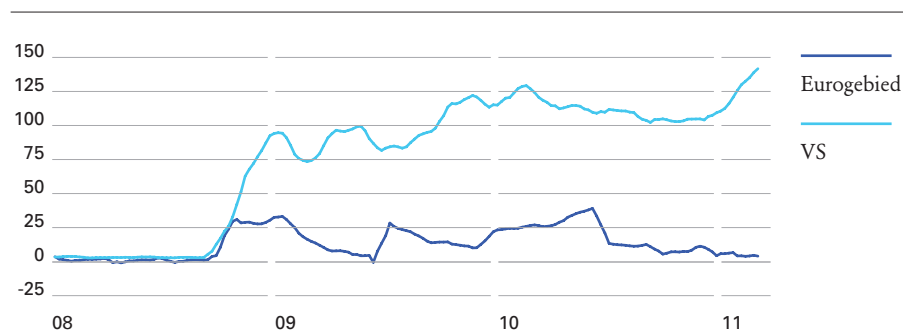
### **Mondiale onevenwichtigheden en inflatiedruk**

Hoewel de wereldeconomie als geheel herstelt, blijven de verschillen tussen ontwikkelde en opkomende economieën groot. Volgens schattingen van het IMF groeien de opkomende economieën in 2011 met 6,5 procent, fors meer dan de geraamde groei van 2,5 procent voor ontwikkelde economieën. In de VS blijven de banengroei en het consumentenvertrouwen nog altijd achter, zodat de onzekerheid over de kracht van het economisch herstel voortduurt. De nog fragiele situatie in Europa en de VS

*Mondiale verschillen versterken de search for yield ...*

### Grafiek 6 Overliquiditeit in het eurogebied en de VS

Overliquiditeit als percentage van geld in omloop (maandgemiddelde).



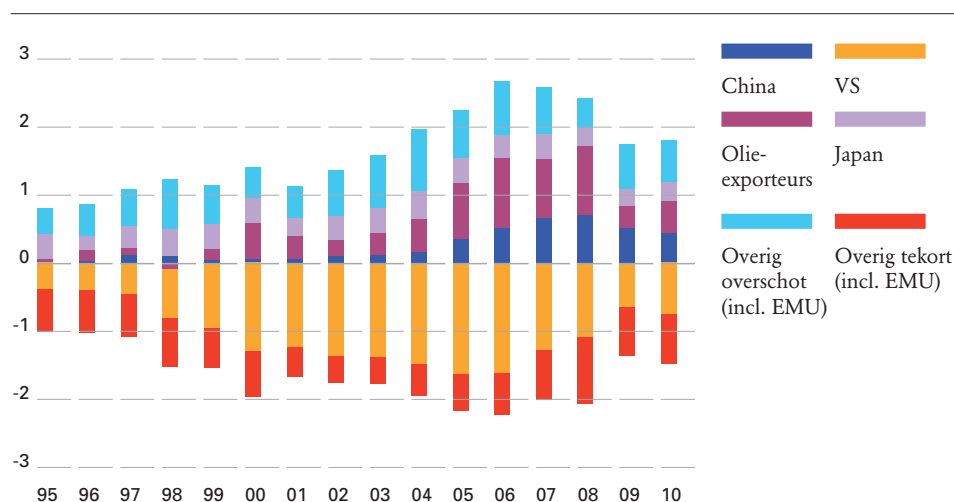
Overliquiditeit in het eurogebied is gebaseerd op de balansposten *deposito facility + current account - reserve requirements*. Geld in omloop is de balanspost *banknotes in circulation*. Overliquiditeit in de VS is gebaseerd op de balanspost *Other deposits held by depository institutions*. Geld in omloop is de balanspost *currency in circulation*.  
Bron: ECB en Federal Reserve.

leidde de afgelopen maanden tot een voortzetting van het ruime monetair beleid, met lage beleidsrentes, kwantitatieve verruiming in de VS en onconventionele liquiditeitsfaciliteiten van de ECB (grafiek 6). Net als in de aanloop naar de crisis is wereldwijd sprake van een overschot aan liquiditeit in het mondiale financieel systeem. Het monetair beleid is voor de wereld als geheel te ruim en lokt een search for yield uit; tevens vormt dit een drijvende kracht achter de toenemende investeringen in grondstoffen. Besparingen uit China, Japan en andere Aziatische landen blijven naar de VS stromen, als uiting van aanhoudende mondiale onevenwichtigheden (grafiek 7).

Snelgroeïende opkomende markten ondervinden in deze omgeving de laatste twee jaar een snelle kapitaalinstroom. Het gaat daarbij vooral om landen die weinig onder de crisis te lijden hebben gehad en een zwevende wisselkoers hebben. Voorbeelden zijn Polen, Brazilië, Zuid-Korea, India en Zuid-Afrika. Hoewel deze kapitaalstromen deels worden gedreven door fundamentele factoren, zijn hieraan ook risico's verbonden. Bij landen met een nog weinig ontwikkelde financiële sector kunnen dergelijke stromen oververhitting voeden of abrupt tot stilstand komen.

### Grafiek 7 Tekorten en overschotten op de lopende rekening

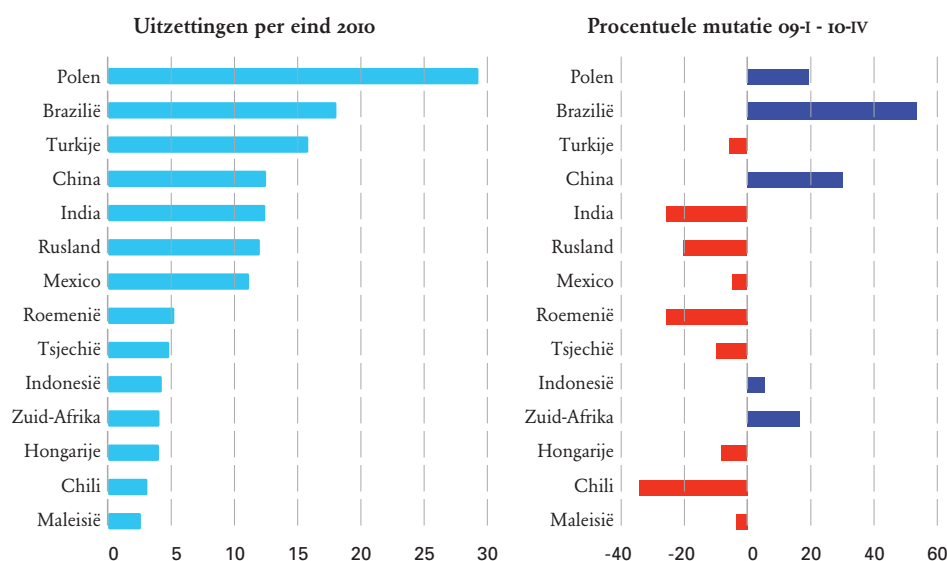
In procenten van het mondiale bbp.



Gegevens voor het eurogebied worden meegenomen in de post 'overig'. Vanaf 2009 deels gebaseerd op schattingen.  
Bron: IMF - WEO.

## Grafiek 8 Uitzettingen van de Nederlandse financiële sector op geselecteerde opkomende landen

In EUR miljard (standen) en in procenten (rechter grafiek).



Bron: DNB.

Op enkele opkomende economieën hebben Nederlandse instellingen relatief grote uitzettingen. De afgelopen twee jaar zijn vooral de uitzettingen op Polen, Brazilië, China en Zuid-Afrika sterk gegroeid (grafiek 8). Voor een groot deel weerspiegelen deze investeringen de sterke groei en het verbeterende risicoprofiel van deze economieën. Niettemin wordt de Nederlandse sector daarmee kwetsbaarder voor mogelijke problemen in deze landen. In enkele landen waarop de uitzettingen relatief groot zijn, is de kredietgroei de afgelopen tijd aanzienlijk opgelopen, wat vaak samen gaat met de opbouw van onevenwichtigheden. Dit kan onder meer tot uiting komen in de opbouw van onhoudbare schuldposities of een sterke stijging van vermogensprijzen, met het risico dat zeepbellen in activaprijzen ontstaan. Er zijn nu al tekenen van excessieve kredietgroei en oververhitting in bijvoorbeeld China, Turkije en Brazilië. Instellingen moeten zich bewust zijn van de rol van overliquiditeit en het procyclische karakter van investeringen.

Vanwege de risico's die overliquiditeit veroorzaakt, blijft het onverminderd van belang om de fundamentele oorzaken aan te pakken. Dit vraagt om internationale overeenstemming over een duurzame vermindering van mondiale onevenwichtigheden. Flexibelere wisselkoersen en gezondere overheidsfinanciën kunnen bijdragen aan evenwichtigere mondiale consumptie- en schuldverhoudingen. Macroprudentieel beleid kan hierop een belangrijke aanvulling zijn; de invoering van de contracyclische buffer onder Bazel III is een nuttige eerste stap (zie box 3 in hoofdstuk 2). Nu onevenwichtigheden weer toenemen, is ook duidelijk dat de grenzen van het wereldwijde ruime monetair beleid zijn bereikt.

Recent hebben enkele snelgroeiende opkomende economieën het beleid verkapt om inflatiedruk door stijgende grondstofprijzen en sterke economische groei te verminderen. Ook in ontwikkelde landen kan een langere periode van hoge liquiditeitsgroei en stijgende grondstofprijzen bijdragen aan een toenemende inflatiedruk. Daarom heeft de ECB begin april de beleidsrente conform de verwachtingen van financiële markten voor het eerst sinds juli 2008 verhoogd naar 1,25 procent.

*... en investeringen in opkomende economieën nemen toe*

*ECB verhoogt de beleidsrente en zet onconventioneel beleid voort*

Overigens blijft tegelijkertijd het onconventionele beleid, zoals de liquiditeitsfaciliteiten voor banken, ongewijzigd ter ondersteuning van de monetaire transmissie.

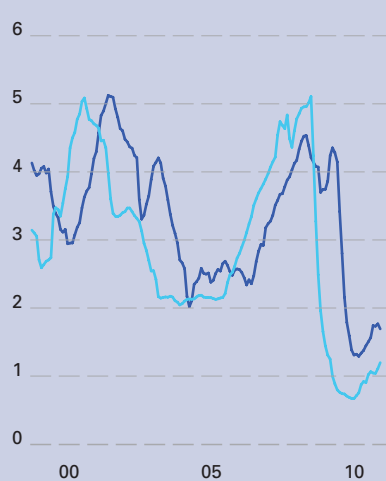
### Box 1 Renteverwachtingen zijn een slechte voorspeller

Rentes zijn belangrijke omgevingsvariabelen voor het financieel systeem en de economie. Rente-ontwikkelingen hebben bijvoorbeeld gevolgen voor de hypotheeklasten van huishoudens (zie hoofdstuk 2) en de rentebaten van banken (zie hoofdstuk 3). De kapitaalmarktrente heeft na twee decennia gestage daling een historisch dieptepunt bereikt en ligt ondanks de recente stijging nog steeds op een laag niveau. Maar nog altijd zijn op- en neerwaartse aanpassingen denkbaar; marktverwachtingen zijn een bron van informatie om hierin meer inzicht te krijgen.

Grafiek 9 toont het beloop van het gemiddelde van de Consensus-peiling voor de korte en lange rente vanaf begin 2000 voor Duitsland. Niet verrassend is dat deze steeds neerwaarts is aangepast, vooral direct na de Lehman-crisis eind 2008. Niettemin laat een vergelijking met de realisatie een jaar later zien dat de gemiddelde verwachting stelselmatig te hoog is geweest. Blijkbaar onderschatte men de ernst van de crisis en de daaraan gekoppelde deflatoire risico's, en de bereidheid van centrale banken om de rente snel te verlagen.

**Grafiek 9a 3-maands rente Duitsland - voorspeld en werkelijk**

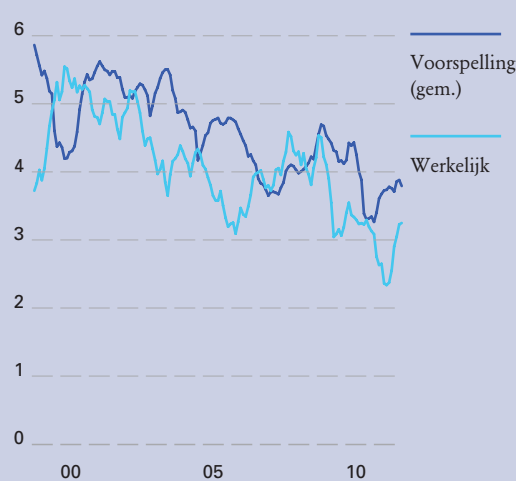
In procenten.



Bovenstaande grafiek geeft de werkelijke (FIBOR 3-maands) en de een jaar eerder voorspelde 3-maands rente weer.  
Bron: Consensus forecast en Thomson Datastream.

**Grafiek 9b 10-jaars rente Duitsland - voorspeld en werkelijk**

In procenten.



Bovenstaande grafiek geeft de werkelijke (overheid 10-jaars) en de een jaar eerder voorspelde 10-jaars rente weer.  
Bron: Consensus forecast en Thomson Datastream.

## 2 De Nederlandse reële economie

*De Nederlandse economie is relatief goed door de economische crisis gekomen. Dat was mede te danken aan de gunstige uitgangspositie van de Nederlandse bedrijven en overheid. De overheidsfinanciën zijn tijdens de crisis verzwakt, maar beginnen te herstellen. Om de financiële gezondheid van de overheid op middellange termijn veilig te stellen, blijft het verlagen van de overheidsschuld noodzakelijk. Bij huishoudens bouwen onevenwichtigheden zich nog altijd op: gezinnen worden gestaag gevoeliger voor renteschokken en prijsdalingen op de huizenmarkt. De nieuwe Gedragscode Hypothecaire Financieringen kan bijdragen aan het keren van de trend.*

### Kredietontwikkeling

De kredietontwikkeling is een graadmeter voor de ontwikkeling van de economie en het eerste aangrijpingspunt voor de interactie van de reële economie met het financieel systeem. Excessieve kredietverlening was in het verleden vaak een voorbode van crises, omdat deze bijdraagt aan zeepbelvorming op vermogensmarkten. Ook in de periode voor de kredietcrisis is de kredietverlening aan de Nederlandse private sector ruim geweest.

*De kredietontwikkeling wijst op een evenwichtig herstel van de economie ...*

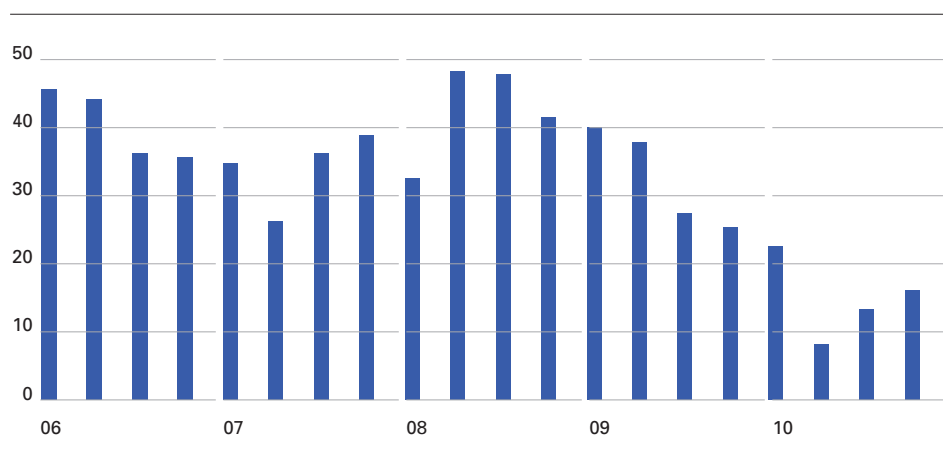
De kredietverlening is tijdens de crisis nooit tot stilstand gekomen, al is de groei wel flink gedaald. Een maatstaf voor kredietgroei op basis van internationale richtlijnen is de krediet/bbp-ratio (zie box 2). Deze maatstaf zal onder Bazel III gebruikt worden om periodes van overmatige kredietgroei te signaleren. De krediet/bbp-ratio ligt momenteel iets onder de historische trend, maar de kredietverlening is nog voldoende ruim om het economische herstel te steunen. In het eerste kwartaal van 2011 heeft de kredietgroei aan de private sector zich verder hersteld.

De groei van kredietverlening aan bedrijven is tijdens de crisis afgenomen, maar deze afname was minder sterk dan tijdens de vorige recessie. Tevens was de krediet-

*... maar ook op een afkoeling van de huizenmarkt*

### Grafiek 10 Jaar-op-jaar mutaties hypotheekschuld huishoudens

EUR miljard.



Bron: DNB.

### Box 2 De krediet/bbp-ratio als aangrijppunt voor macroprudentieel beleid

Onder Basel III moeten banken een extra kapitaalbuffer opbouwen in tijden van overmatige kredietgroei, waarop zij kunnen interen tijdens een crisis. Deze zogeheten contracyclische kapitaalbuffer wordt vanaf 2016 geleidelijk ingefaseerd en is vanaf 2019 volledig operationeel. Nationale autoriteiten stellen de buffer vast voor uitzettingen op hun land. Toezichhouders – zowel in binnen- als buitenland – moeten deze overnemen. De verhouding tussen nationale kredietverlening en het bbp zal een belangrijke indicator zijn voor bufferbeslissingen. Daarbij gaat het vooral om de afwijking van deze krediet/bbp-ratio ten opzichte van haar langetermijntrend. Indien deze afwijking substantieel is, kunnen de autoriteiten besluiten de buffereis – die in normale tijden op nul staat – te activeren of te verhogen.<sup>1</sup>

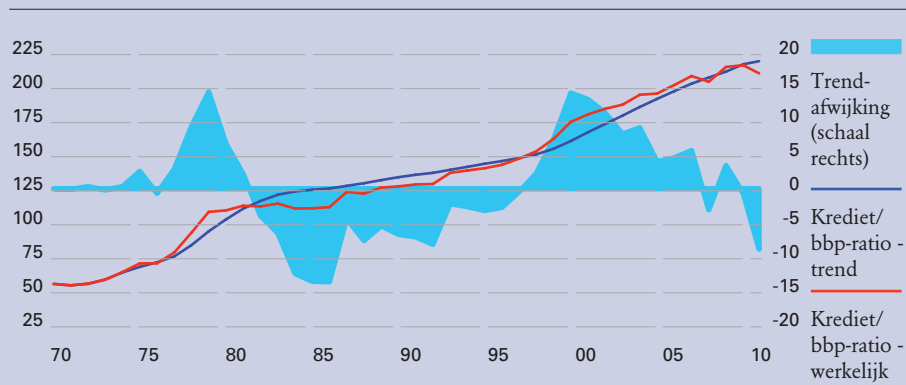
Grafiek 11 toont de ontwikkeling van de Nederlandse krediet/bbp-ratio en de daaruit berekende trendafwijking. Opvallend is dat de kredietgroei vooral in de jaren zeventig en vanaf eind jaren negentig boven de lange termijn trend lag. Beide perioden werden gekenmerkt door een uitbundige huizenmarkt en een snel oplopende hypotheekschuld. Sinds het uitbreken van de financiële crisis is de afwijking van de trend afgenomen en zelfs negatief geworden.

De contracyclische buffer sluit goed aan bij de breed gedeelde wens om beter rekening te houden met financiële stabiliteitsrisico's in de kapitaaleisen voor banken. Het is een voorbeeld van een macroprudentieel instrument, waarmee banken beter worden beschermd tegen macro-economische onevenwichtigheden, doordat ze in goede tijden meer buffers opbouwen om in slechte tijden verliezen op te vangen. Omgekeerd draagt het instellen van een extra kapitaalbuffer bij aan het inperken van onstuimige kredietgroei om macro-economische kwetsbaarheden te beperken. Vooruitlopend op de invoering van de contracyclische buffer zal de krediet/bbp-ratio regelmatig worden opgenomen in het Overzicht Financiële Stabiliteit.

<sup>1</sup> De trendafwijking wordt berekend met behulp van een Hodrick-Prescott-filter, een gebruikelijke methode om trendmatige ontwikkelingen uit een tijdreeks te filteren, met een parameterwaarde van 400.000. Zie voor verdere toelichting het document 'Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer' van het Bazels Comité, te downloaden via <http://www.bis.org/publ/bcbs187.pdf>

### Grafiek 11 Kredietontwikkeling Nederland

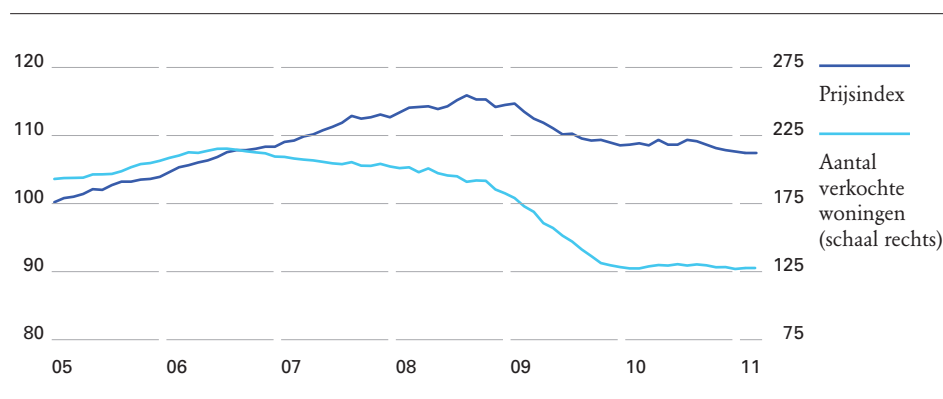
Ratio's in procenten van bbp. Trendafwijking = werkelijk - trend (schaal rechts).



Trend berekend met een HP-filter met een  $\lambda$  van 400.000.  
Bron: IMF, CBS, DNB en eigen berekeningen.

**Grafiek 12 Woningmarkt Nederland**

Prijsindex: jan 2005 = 100; aantal verkochte woningen in 12-maands voortschrijdende som, in duizenden (schaal rechts).



Bron: Kadaster.

groei gedurende geheel 2010 positief, waarmee Nederland een uitzondering is binnen het eurogebied.<sup>1</sup> Een grote aanpassing heeft zich voorgedaan in de hypotheaire kredietverlening. Hiervan is de groei sinds 2008 substantieel afgenomen, van een jaarlijkse toename met ongeveer EUR 45 miljard naar iets meer dan EUR 15 miljard eind 2010 (grafiek 10). Dit is gedeeltelijk een vraageffect, want met de daling van het aantal woningverkoop daalde ook de vraag naar nieuwe hypotheekleningen. Maar bovendien zijn banken sinds de crisis aanmerkelijk voorzichtiger geworden. Uit enquêtegegevens blijkt dat banken de afgelopen drie jaar hun hypotheekvoorwaarden per saldo hebben aangescherpt.

**Woningmarkt**

De woningmarkt is niet stilgevallen, maar wel sterk afgekoeld. Woningprijzen in Nederland worden in belangrijke mate bepaald door de leencapaciteit van huishoudens. De afname van hypotheecair krediet heeft deels bijgedragen aan de correctie op de woningmarkt. De prijsdaling sinds de piek in augustus 2008 bedraagt bijna 8 procent (grafiek 12), wat overigens veel minder is dan de grote prijsdalingen in landen als de VS, Ierland of Spanje. Na een substantiële prijsdaling in de tweede helft van 2008 en vooral in 2009, zijn de prijzen van woningen in 2010 gestabiliseerd. Recent zijn de prijzen opnieuw in beperkte mate gedaald. Ook het aantal verkochte per jaar is lager dan voor de crisis. Van 2000 tot halverwege 2008 werden jaarlijks rond de 200.000 huizen verkocht. Dit aantal ligt nu iets onder de 130.000. De daling van het aantal transacties gaat samen met een verlenging van de gemiddelde verkooptijd, wat wijst op het voortbestaan van overaanbod.

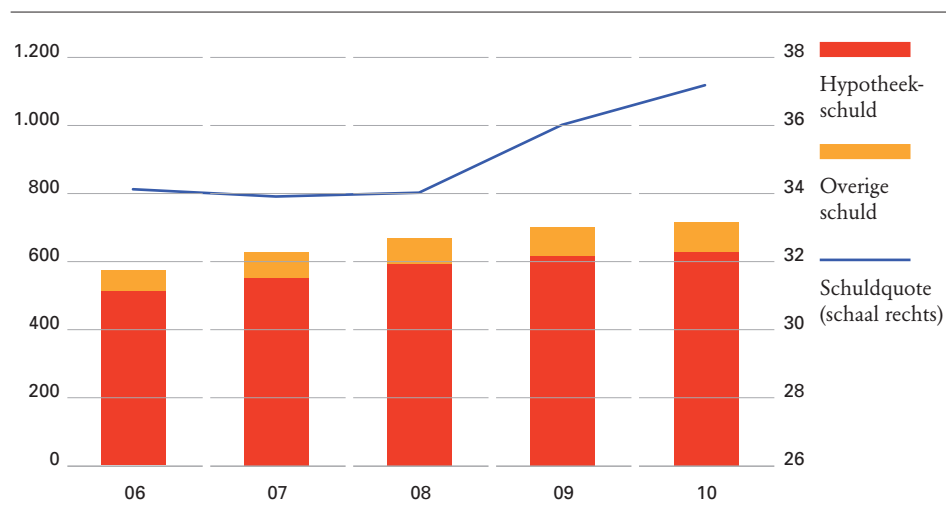
*Neerwaartse prijsdruk op de woningmarkt blijft bestaan ...*

Het gevaar voor een verdere prijsdaling op de woningmarkt is aanwezig. De stabilisatie van de huizenmarkt wordt gedeeltelijk veroorzaakt door niet-structurele factoren. Zo hebben de nationale hypotheekgarantie (NHG), die tijdens de crisis is verhoogd, en de hypotheekrenteaftrek een prijsverstoringseffect op de woningmarkt. Momenteel dragen deze beleidsinstrumenten bij aan de stabilisatie van de woningmarkt, maar er vloeien tevens perverse prikkels uit voor huishoudens, bijvoorbeeld om relatief hoge leningen af te sluiten ten opzichte van de aankoopwaarde van een huis en om relatief weinig af te lossen gedurende de looptijd van een hypotheek. Het geleidelijk wegnemen van deze prikkels zou de stabiliteit van het Nederlandse financieel systeem structureel vergroten. Daarnaast vergroot de huidige lage rente de leencapaciteit van huishoudens, wat een opwaarts effect heeft

<sup>1</sup> Alleen in Portugal, Cyprus, Slovenië en Nederland bleef de kredietgroei gedurende het gehele jaar positief.

**Grafiek 13 Schuldquote Nederlandse huishoudens**

In EUR miljard en in procenten van totale bezittingen (schaal rechts).



Bron: CBS.

op de vraag naar nieuwe hypotheeklen. Het risico van verdere prijsdalingen groeit, nu onder invloed van oplopende inflatiedruk ook de kans op een aanpassing van de lange rente toeneemt (zie hoofdstuk 1).

**Huishoudens**

*... en huishoudens  
blijven kwetsbaar voor  
schokken op deze markt*

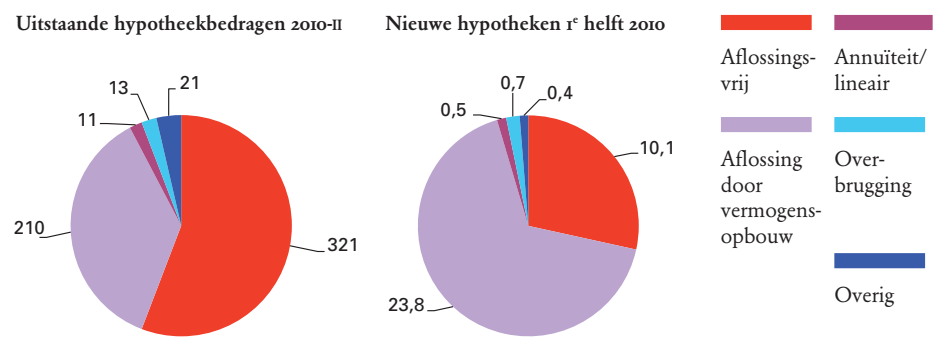
Een sterke stijging van de lange rente zal niet alleen een effect hebben op de huizenmarkt, maar ook op het besteedbaar inkomen van huishoudens. Zo zullen huizenbezitters die een variabele hypotheekrente betalen, of waarvan de rentevaste periode met een relatief lage rente afloopt, direct worden geraakt bij een stijging van de rente. Nederland kent traditioneel veel hypotheeklen met een vaste rente. Dat draagt bij aan de stabiliteit. Voor een relatief grote groep huishoudens loopt de rentevaste periode de komende vijf jaar echter af. Op basis van enquêtegegevens blijkt dat dit voor meer dan 50 procent van de huishoudens het geval is.

Hogere vermogensbuffers maken huishoudens minder kwetsbaar voor prijsschokken op de huizenmarkt. Bovendien beperken buffers de wisselwerking tussen de huizenmarkt en de economie doordat huishoudens minder snel gedwongen zijn hun consumptiepatroon aan te passen. Dit draagt bij aan stabiliteit op macroniveau. De verhouding tussen bezittingen en schulden van Nederlandse huishoudens, de zogenaamde schuldquote, is de afgelopen jaren echter ongunstiger geworden (grafiek 13). Dit komt doordat de uitstaande hypotheekschulden blijven toenemen, terwijl de waarde van het woningbezit de afgelopen jaren is gedaald.

Meer dan de helft van de uitstaande hypotheekschulden is aflossingsvrij (grafiek 14). Dat betekent dat er tijdens de looptijd niet afgelost wordt en ook geen aan de hypotheek gekoppeld vermogen wordt opgebouwd. Door de hogere hefboom (*leverage*) blijven huishoudens langdurig kwetsbaar voor waardeschommelingen van hun huizenbezit. Uit gegevens over de eerste helft van 2010 blijkt wel dat van de nieuw afgesloten hypotheeklen het aflossingsvrije gedeelte kleiner is dan voorheen. Een reden daarvoor is de toename van NHG-hypotheeklen, waarbij het aflossingsvrije deel maximaal 50 procent van de waarde van de woning bedraagt. Deze positieve trend zal de komende jaren moeten worden voortgezet om ook het totaalbeeld voor alle uitstaande hypotheekschulden te veranderen. De aangescherpte Gedragscode Hypothecaire Financiering, die de minister van Financiën (in overleg met de AFM

### Grafiek 14 Type hypotheek - uitstaande bedrag en productie

In EUR miljard.



Bron: DNB.

en hypotheekverstrekkers) onlangs heeft voorgesteld, is daarvoor een belangrijke stap. Volgens de nieuwe hypotheeknormen geldt voor alle hypotheekleningen een maximum aan het aflossingsvrije deel van 50 procent. Verder wordt het hypotheekbedrag beperkt tot 110 procent van de koopprijs. Daarmee blijft de maximale hypotheekschuld nog altijd hoger dan de waarde van het onderliggende bezit. Van belang is dat de sector deze norm strikt naleeft.

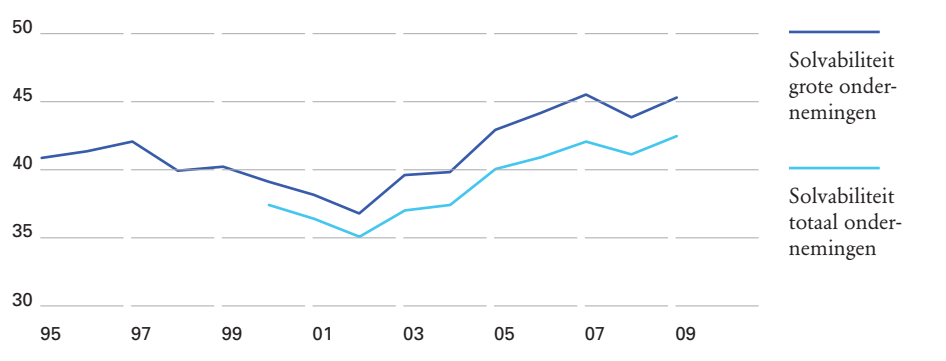
### Bedrijven

Ondanks de diepte van de recessie is het Nederlandse bedrijfsleven goed door de crisis gekomen, hetgeen samenhangt met de gunstige uitgangspositie. Ook de solvabiliteit bleef tijdens crisis opmerkelijk goed op peil (grafiek 15). De winstgevendheid, die tijdens de crisis snel terugviel, is de afgelopen kwartalen weer enigszins verbeterd (grafiek 16). Zij was in Nederland al geruime tijd hoger dan in het eurogebied als geheel. De veerkracht van de Nederlandse bedrijven biedt dus een goede basis voor breder economisch herstel.

*De positie van bedrijven is sterk*

### Grafiek 15 Solvabiliteit Nederlandse ondernemingen

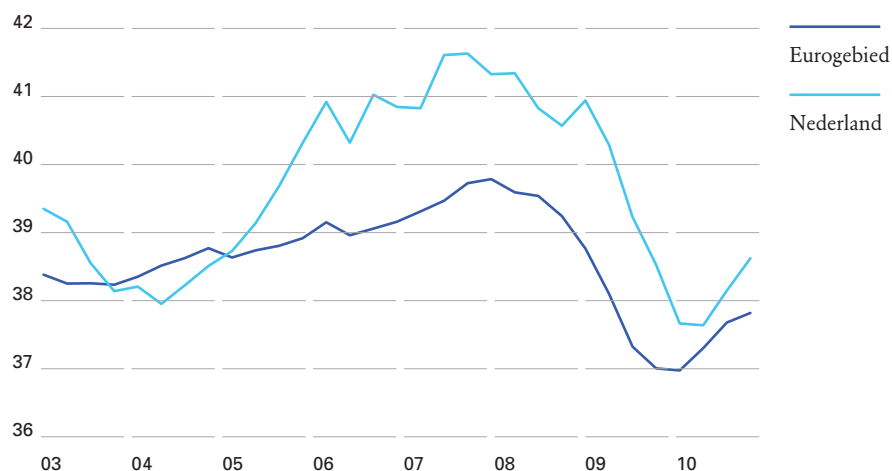
In procenten van balanstotaal.



Bron: CBS.

### Grafiek 16 Winstquote in internationaal perspectief

4-kwartaals cumulatieve som - seizoensgecorrigeerd.



Betreft bruto exploitatieoverschot van niet-financiële bedrijven in procenten van bruto toegevoegde waarde van niet-financiële bedrijven tegen basisprijzen.  
Bron: Eurostat.

### Overheid

*De overheidsfinanciën herstellen ...*

De overheidsfinanciën zijn door de crisis flink verslechterd. Het begrotingstekort neemt nu af door meevallers, maar ligt met 5,2 procent in 2010 nog altijd ruim boven de EMU-norm van 3 procent. De staatsschuld is opgelopen tot bijna 64 procent van het BBP. Na het terugdringen van het tekort moet ook de overheidsschuld duurzaam worden verlaagd. Dit is nodig om in de toekomst schokken op te kunnen vangen, maar eveneens voor langdurig behoud van het vertrouwen van financiële markten. Weliswaar profiteerde de Nederlandse overheid de afgelopen jaren van de vlucht naar veilige beleggingen, waardoor de rente op Nederlandse staatsobligaties

### Grafiek 17 5-jaars CDS-premie en rente op staatsobligaties van de Nederlandse overheid

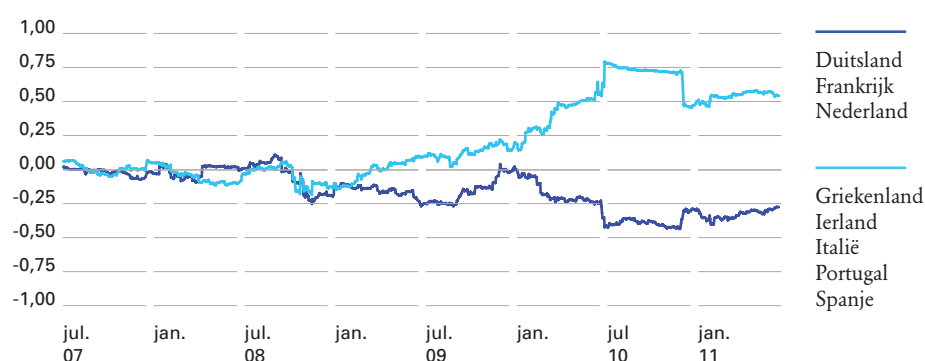
In procenten.



Bron: Thomson Datastream.

**Grafiek 18 Correlatie 5-jaars CDS-premie en rendement op 5-jaars staatsobligatie**

6-maands voortschrijdende correlatie van rendementen.



Bron: Thomson Datastream.

is gedaald, maar tegelijkertijd schatten marktpartijen het kredietrisico op de Nederlandse overheid hoger in dan voor de crisis, zoals te zien is aan een toename in CDS-premies (grafiek 17). Het effect van de vraag naar veilige beleggingen komt ook tot uiting in een ongebruikelijke, negatieve correlatie tussen CDS-premies en rendementen op als veilig beschouwde staatsobligaties (grafiek 18). Als onveilig beschouwde obligaties laten precies de tegenovergestelde ontwikkeling zien. Dit duidt erop dat zodra de vraag naar veilige beleggingen afneemt, ook de te betalen rente op Nederlandse staatsobligaties weer zal stijgen.

Het waargenomen risicoprofiel van de Nederlandse overheid is verslechterd omdat de overheid gedurende de crisis expliciete garanties heeft afgegeven, maar ook door de bewustwording dat de overheid daarnaast impliciet garant staat voor substantiele risico's. Een voorbeeld van een expliciete garantie is de achtervangfunctie van de overheid voor het Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW), dat de NHG uitvoert. Het WEW garandeerde eind 2010 in totaal voor een bedrag van bijna EUR 130 miljard aan hypotheeklen. In eerste instantie worden bepaalde verliezen op deze hypotheeklen vergoed door het waarborgfonds, dat beschikt over een buffer van ruim EUR 600 miljoen. Bij ernstige schokken op de huizenmarkt zou deze buffer echter snel zijn uitgeput. Verdere vergoedingen komen dan voor rekening van de overheid. Bij een impliciete garantie bestaat geen formele verplichting als achtervang, maar wel een kans dat risico's toch worden gedragen. Een voorbeeld is de redding van ABN AMRO, waar de Nederlandse overheid heeft moeten ingrijpen zonder dat garanties waren verstrekt.

Deze toegenomen risico's vragen om een strakkere risicobeheersing van de overheidsfinanciën. Vanuit Europees perspectief is scherper preventief begrotingstoezicht nodig, maar ook scherper beleid om impliciete garanties in kaart te brengen. Als eerste stap om meer helderheid te verschaffen over deze vaak niet goed zichtbare risico's, wordt op dit moment gewerkt aan een stresstest van de Nederlandse overheidsfinanciën. Hierbij worden de belangrijkste financiële risico's voor de Nederlandse overheid, inclusief hun onderlinge samenhang, in beeld gebracht. Nederland is het eerste land dat een dergelijk initiatief neemt en geeft hiermee een goed voorbeeld voor andere landen.

*... maar het risicoprofiel van de overheid is verslechterd*

### 3 Nederlandse Financiële Ondernemingen

*De omgeving waarin Nederlandse financiële ondernemingen opereren is het afgelopen halfjaar gunstiger geworden. Maar ook in de huidige onzekere omgeving blijft verdere bufferopbouw van belang. De financiële sector zal zich nu moeten opmaken voor de strengere regelgeving die de komende jaren wordt ingevoerd: nieuwe Bazelse liquiditeits- en kapitaalseisen aan banken, Solvency II regelgeving voor verzekeraars, en aanpassingen in het Nederlandse pensioenstelsel. De nieuwe regels zijn cruciaal om het financieel systeem weerbaarder te maken, maar zullen de komende jaren aanzienlijke aanpassingen vragen.*

#### *Financiële stress neemt af*

Onrust in het Nederlandse financiële systeem neemt – na een tijdelijke toename bij het uitbreken van de schulden crisis in mei 2010 – de afgelopen maanden gestaag af. Grafiek 19 toont het verloop van een stress-index die de spanning meet op vier voor Nederland belangrijke financiële markten aan de hand van risicopremies, volatiliteit, en enkele andere variabelen.<sup>1</sup> De index bevestigt het beeld van gestaag afnemende spanning, die echter nog niet afgenomen is tot het niveau van voor de crisis.

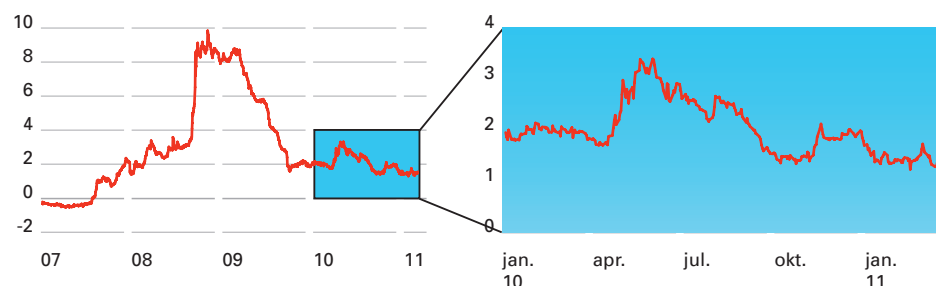
#### Resultaten van banken

#### *De resultaten van banken verbeteren ...*

Banken profiteren van de terugkerende rust op financiële markten. Doordat de resultaten van banken het afgelopen halfjaar verder zijn verbeterd, wordt het opbouwen van buffers vergemakkelijkt. Wel blijven de resultaten van de Nederlandse grootbanken nog achter bij die van andere Europese instellingen (grafiek 20). Op termijn kan ongewenste druk ontstaan om meer risico te nemen of de bufferopbouw ondergeschikt te maken aan aandeelhoudersrendement.

De betere resultaten zijn deels te verklaren door hoge rentebaten, en dalende toevoegingen aan de voorzieningen. De afgelopen jaren hebben banken al omvangrijke voorzieningen getroffen voor toekomstige afschrijvingen als gevolg van de crisis.

**Grafiek 19 Financial Stress index**

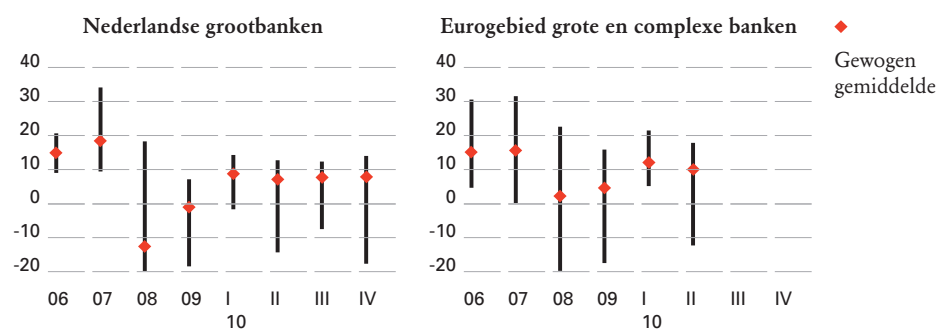


Bron: Thomson Datastream, Bloomberg, Euronext en eigen berekeningen.

<sup>1</sup> De indicator bestaat uit indices voor de Nederlandse obligatie-, aandelen-, en valutamarkt, en enkele markten specifiek gerelateerd aan de Nederlandse bancaire sector. De indicator is gebaseerd op de FSI-index van de Canadese centrale bank, zie Illing, Mark, and Ying Liu (2006), *Measuring financial stress in a developed country: An application to Canada*, in: *Journal of Financial Stability* 2, 243–65.

### Grafiek 20 Return on equity

In procenten van Tier-1 vermogen.



Uiteinden van de lijnen geven de minimum en maximumwaarden weer. Kwartaalresultaten zijn geannualiseerd.  
Bron: ECB-FSR en DNB.

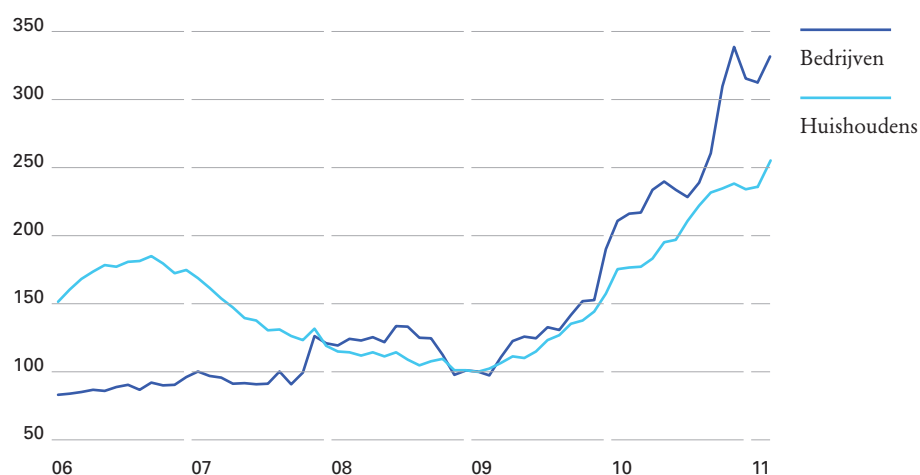
Deze afschrijvingen liepen het afgelopen halfjaar nog op (grafiek 21), maar de recent dalende toevoegingen aan voorzieningen weerspiegelen het economische herstel.

Een zorgpunt blijft of banken voldoende prudent zijn bij het waarderen van blootstellingen en het inschatten van mogelijke verliezen. Op een aantal markten bestaan nog altijd belangrijke neerwaartse risico's, in het bijzonder op Europese huizenmarkten (inclusief de Nederlandse) en op markten voor commercieel vastgoed. Veel commerciële vastgoedleningen moeten op korte termijn worden geherfinancierd, wat tot problemen kan leiden wanneer het onderpand in waarde is gedaald. Ook buitenlandse portfolio's van een aantal Nederlandse banken staan bloot aan deze risico's. Box 3 gaat nader in op de waarderingssystematiek van deze portfolio's.

*... maar waarderingen van activa blijven een punt van zorg*

### Grafiek 21 Afwaarderingen op binnenlandse leningen naar tegenpartij van Nederlandse banken

Index: december 2008 = 100.



Indexcijfer is berekend over de cumulatieve afschrijvingen over de afgelopen 12 maanden per maand. Betreft binnenlands bankbedrijf.  
Bron: DNB - Monetaire statistieken.

## Financiering van banken

In de aanloop naar de kredietcrisis hebben veel banken, ook de Nederlandse, de looptijd van hun financiering sterk verkort. Tijdens de crisis leidde dit tot knelpunten in liquiditeitsposities, toen de financiering voor sommige instellingen snel opdroogde. Daarom legt het nieuwe Bazel III-akkoord meer nadruk op de stabiliteit van financiering. Banken zullen hun afhankelijkheid van onzekere financiering moeten verkleinen. Dat kan door het verlengen van het looptijdprofiel van marktfinanciering of door het vergroten van het deel van de balans dat met het aantrekken van deposito's gefinancierd wordt. Momenteel dekt de Nederlandse bankensector ongeveer de helft van de financieringsbehoefte met deposito's.

*Nederlandse banken zijn afhankelijk van marktfinanciering ...*

De Nederlandse sector als geheel trekt relatief veel marktfinanciering aan. Qua langetermijnfinanciering nam de Nederlandse sector in 2010 zo'n 12 procent van de totale Europese bancaire schulduitgifte voor zijn rekening. Dat is qua absolute omvang vergelijkbaar met het Franse en Duitse bankwezen, terwijl beide in termen van balanstotaal ongeveer driemaal groter zijn dan de Nederlandse bankensector. Een belangrijke oorzaak is de hypothecaire schuld van Nederlandse huishoudens, die hoog is ten opzichte van de besparingen.

De financieringsproblemen tijdens de crisisperiode zijn opgevangen met de uitgifte van door de overheid gegarandeerde obligaties, met een looptijd van doorgaans drie of vijf jaar. Dit heeft tot gevolg dat Nederlandse en Europese banken de komende jaren een onevenwichtige financieringsbehoefte hebben. Grafiek 22 toont de ontwikkelingen op de markt voor langetermijnfinanciering in het eurogebied plus het VK en Nederland. De staven boven de horizontale as geven bruto schulduitgiftes van banken weer. De staven onder de as tonen vervallende financiering op basis van historische uitgifte. Deze staven geven een indruk van de vervalkalender van banken.<sup>1</sup> De vervallende financiering zal grotendeels moeten worden geherfinancierd. Een normale vervalkalender voor uitstaande schuld vertoont een geleidelijk aflopend patroon. Bovenop de herfinancieringsbehoefte van reeds uitstaande schuld komt immers nog schuld die in de toekomst zal worden uitgegeven. Voor Nederland zijn echter pieken in de vervallende financiering te zien in de jaren 2012 en 2014. Daarbij valt de piek van 2012 samen met een piek in de Europese markt als geheel.

*... maar marktfinanciering blijft beperkt beschikbaar ...*

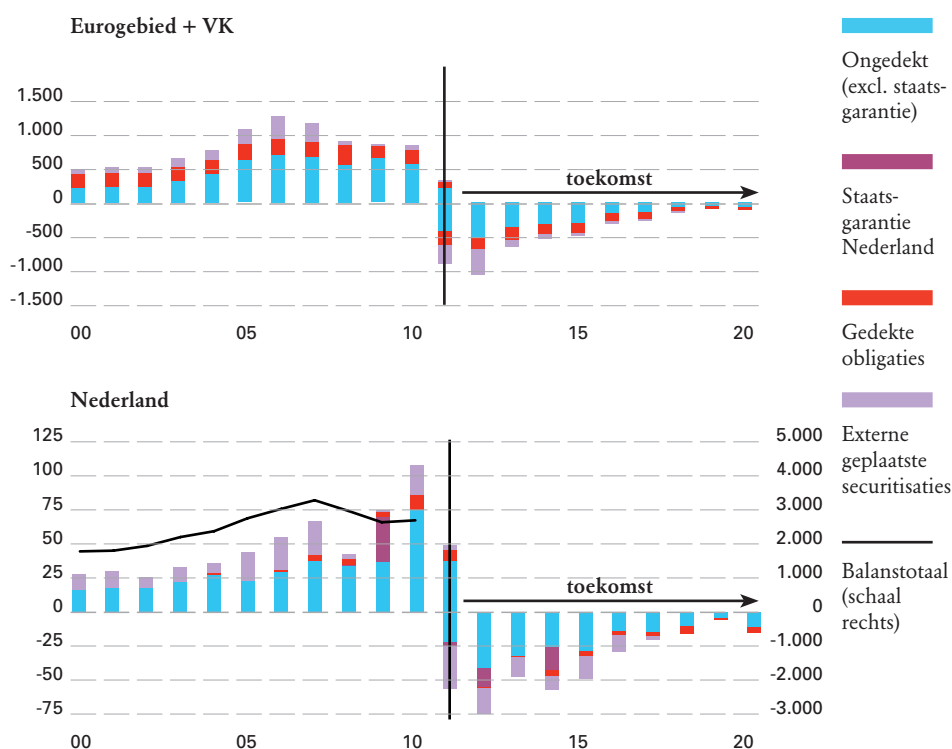
De securitisatiemarkt is voor Nederlandse banken een belangrijke financieringsbron. De Europese securitisatiemarkt herstelt, hoewel het grootste deel van door banken gesecuritiseerde leningen nog altijd niet wordt doorverkocht aan beleggers, maar als onderpand dient voor het verkrijgen van liquiditeit van centrale banken. In 2010 hebben beleggers voor EUR 22 miljard aan verpakte woninghypotheken gekocht via securitisaties van in Nederland gevestigde financiële instellingen. Vanaf 2012 neemt in Nederland en Europa het volume aan vervallende securitisaties echter toe, een gevolg van de populariteit van deze producten in de aanloop naar de crisis. De onderliggende activa zullen grotendeels opnieuw moeten worden gefinancierd.

Gedekte obligaties zijn momenteel populairder onder beleggers. Beleggers in deze obligaties hebben namelijk zowel een aanspraak op de uitgevende bank als een preferente aanspraak op de activa die als onderpand dienen. De uitgifte van deze obligaties vergroot daarmee het risico voor andere vermogensverschaffers, waaronder depositohouders, indien een bank overhoopt omvalt. Sinds 2007 dragen gedekte obligaties in toenemende mate bij aan de financiering van het Nederlandse bankwezen: in 2010 is meer van dit papier uitgegeven dan in het voorafgaande decennium tezamen. De groei zet in 2011 door.

<sup>1</sup> Looptijden van securitisaties zijn benaderd door middel van call dates. In de gebruikte databron zijn call dates niet voor alle securitisaties opgenomen. In dat geval is de call date benaderd door de mediaan van de looptijd te nemen van de securitisaties waarvoor call dates wel beschikbaar zijn.

### Grafiek 22 Uitgifte van langlopend schuldpapier van de Nederlandse en Europese bancaire sector

In EUR miljard.



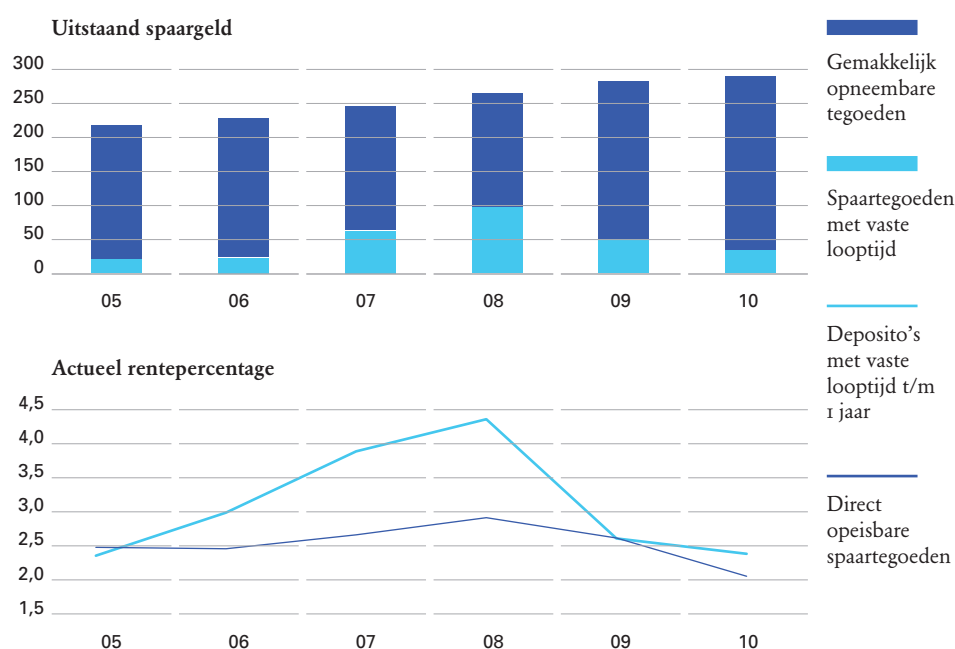
Dealogic bevat niet alle extern geplaatste securitisaties uitgegeven in de jaren voor 2007. Waar de looptijd van de securitisatie niet bekend is, is er gebruik gemaakt van een geschatte looptijd.

De uitgiftes voor de Nederlandse sector zijn exclusief BNG en de Waterschapsbank.

Bron: Dealogic, Agentschap (Nederlandse staatsgaranties), en DNB (balanstotaal).

### Grafiek 23 Nederlandse spaarmarkt voor huishoudens uitgesplitst naar depositotype

Uitkomsten in EUR miljard (bovenste grafiek) en rente in procenten (onderste grafiek).



Bron: DNB.

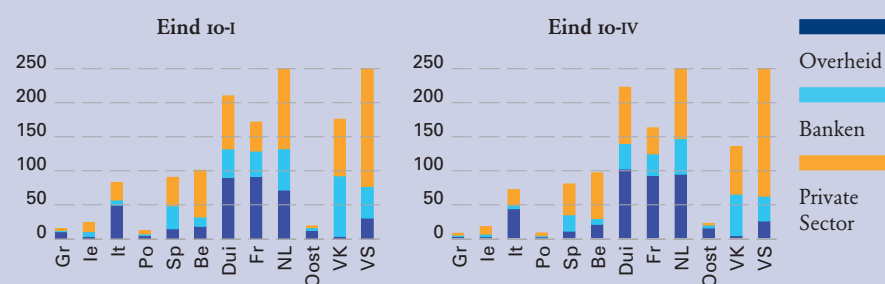
### Box 3 Waarderingsproblematiek uitzettingen

Door de Europese schuldencrisis gaat veel aandacht uit naar uitzettingen op overheden en andere activa in bepaalde landen. Onderstaande grafiek toont de totale uitzettingen van de Nederlandse financiële sector op 12 verschillende landen, met uitsplitsing naar uitzettingen op overheden, banken en andere partijen. De samenstelling van de uitzettingen blijkt sterk te verschillen per land. Spaanse activa bestaan bijvoorbeeld voor het grootste deel uit leningen aan de private sector, vooral gedekte bankobligaties en gesecuritiseerde leningen. Italiaanse activa bestaan juist voor het merendeel uit overheidsobligaties.

Uitzettingen op Griekenland, Ierland en Portugal waren in het eerste kwartaal van 2010 al relatief klein en zijn sindsdien verder afgenomen. Beleggingen in Duits en Nederlands overheidspapier zijn juist substantieel toegenomen. Op basis van gegevens voor verzekeraars en pensioenfondsen blijkt dat dit voor een groot deel toe te schrijven is aan verschuivingen binnen de beleggingsportefeuilles en slechts in beperkte mate aan waardemutaties. Deze mutaties zijn dus een indicatie van een vlucht naar veilige beleggingen.

#### Grafiek 24 Uitzettingen van Nederlandse financiële sector op geselecteerde landen

In EUR miljard.



Bij uitzettingen op Nederland zijn de uitzettingen van Nederlandse banken op Nederlandse banken buiten beschouwing gelaten. Private sector betreft bij (1) pensioenfondsen en verzekeraars uitzettingen op niet-financiële instellingen (2) banken op Nederland alleen de uitzettingen op niet-financiële instellingen en (3) voor banken op het buitenland uitzettingen op niet-financiële instellingen, niet-bancaire financiële instellingen en huishoudens.  
Bron: DNB.

Een prudente en transparante waardering van activa is belangrijk om verborgen verliezen te voorkomen en het vertrouwen van marktpartijen te behouden. Voor Nederlandse pensioenfondsen geldt dat zij al hun activa tegen actuele marktwaarde waarderen, een relatief transparante methode. Nederlandse banken hebben Griekse en Ierse overheidsobligaties ook voornamelijk tegen marktwaarde op de balans staan (onder de post *available for sale*). Uitzettingen op de private sector en op banken, die voor landen als Spanje en Ierland groter zijn, waarderen zij echter voornamelijk tegen historische kostprijs (*hold to maturity* of *loans & receivables*). Afwaarderingen vinden dan plaats wanneer de marktwaarde negen maanden lang meer dan 25 procent afwijkt van de historische kostprijs. Voor vastgoed en andere illiquide activa, zoals complexe beleggingsproducten, is de actuele marktwaarde echter vaak lastig te bepalen, omdat er weinig of geen transacties plaatsvinden die een betrouwbaar referentiepunt vormen.

Spaargeld is tijdens de kredietcrisis een belangrijke bron van stabiele financiering gebleken. Het aantrekken van meer spaargeld is daarom een tweede mogelijkheid om de afhankelijkheid van onzekere marktfinanciering te verkleinen. Gedurende het afgelopen decennium is het spaargeld op de bankbalansen gestaag gegroeid. Nederlandse huishoudens storten jaarlijks gemiddeld ruim EUR 10 miljard aan nieuwe middelen op hun spaarrekening.

*... waardoor banken zich op de spaarmarkt zullen richten*

Banken zullen zich naar verwachting de komende jaren meer op de spaarmarkt richten. De meest voor de hand liggende manier om meer spaargeld aan te trekken is door een hogere rentevergoeding betalen op deposito's. Zo veroorzaakte het opdrogen van de interbancaire geldmarkt in de crisisjaren 2007 en 2008 een snelle stijging van de rente op termijndeposito's, omdat banken sterker concurreerden op de spaarmarkt. Deze rentestijging leidde echter vooral tot een toename van termijndeposito's ten koste van direct opvraagbare (grafiek 23). De mogelijkheid om de spaarmarkt als geheel te vergroten is beperkt. Verlenging van het looptijdprofiel van deposito's zorgt uiteraard wel voor stabielere financiering.

### Verzekeraars

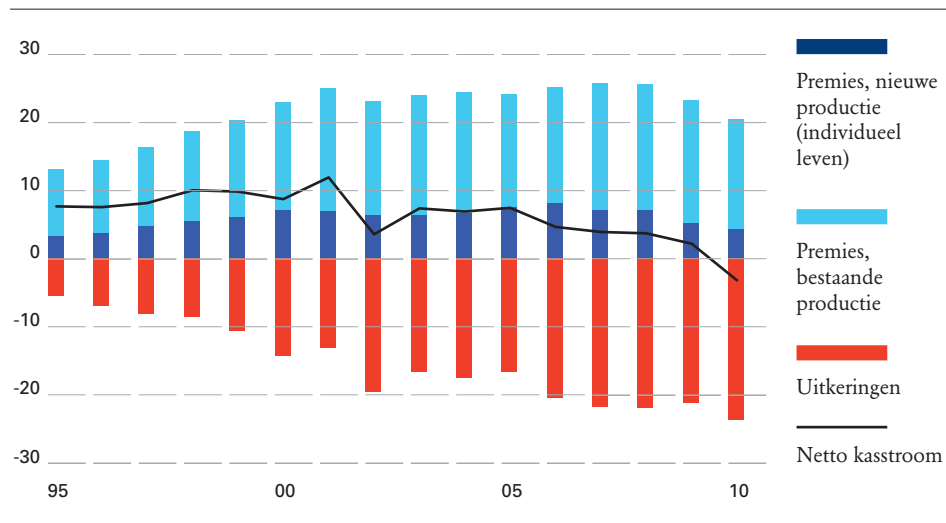
Tervoorbereiding op de invoering van Solvency II, het nieuwe EU-toezichtraamwerk voor verzekeraars, is in de tweede helft van 2010 voor de vijfde maal een kwantitatieve impactstudie uitgevoerd. Het doel was een beeld te krijgen van de financiële impact van Solvency II voor verzekeraars. Op geaggregeerd niveau doorstaan Nederlandse verzekeraars de test goed. Het kapitaalsurplus daalt wel in vergelijking met de huidige toezichtseisen; een teken dat de solvabiliteit onder de huidige niet-risicogebaseerde regels te hoog wordt voorgesteld. Door de risicogebaseerde opzet van Solvency II en de verplichte waardering op marktwaarde zal de volatiliteit van de eigenvermogenbuffer in de toekomst toenemen.

*Verzekeraars krijgen te maken met nieuwe toezichtseisen ...*

Door toenemende levensverwachting en concurrentie op de markt voor fiscaal gefaciliteerd sparen staat de winstgevendheid van de Nederlandse levensverzekeringssector onder druk. Grafiek 25 laat zien dat in 2010 de netto kasstroom negatief was, wat betekent dat de sector als geheel meer uitkeringen betaalde dan premies ontving. Hierdoor neemt het belang van adequaat liquiditeitsmanagement toe. Daarnaast

**Grafiek 25 Premies, uitkeringen en nieuwe productie van levensverzekeraars**

In EUR miljard.



Betreffen premies en uitkeringen voor eigen rekening, dus na herverzekeringen. Het cijfer voor 2010 is afkomstig uit de kwartaalstaten en dit wijkt iets af van de jaarstaat, maar geeft een goede indicatie van de trendmatige ontwikkeling. Bron: CVS en DNB.

zet deze trend verdere druk op de winstgevendheid, aangezien de vaste kosten van de instelling onder minder polishouders verdeeld kunnen worden. Het is dan ook belangrijk dat levensverzekeraars de komende jaren de kostenbasis verkleinen.

#### **Box 4 Verwevenheid verzekeringssector met het financieel systeem**

Verzekeraars spelen een belangrijke als institutionele beleggers: wereldwijd beheren zij meer dan EUR 16000 miljard aan vermogen van polishouders.<sup>1</sup> Voor overheden en banken vormen zij een belangrijke financieringsbron. Zij zijn daarom sterk verweven met het financiële stelsel. Europese verzekeraars investeren bijvoorbeeld 25 procent van hun beschikbare middelen in staatsobligaties en 20 procent in banken. Nederlandse verzekeraars nemen mondiaal gezien een prominente plaats in met een geconsolideerd balanstotaal van meer dan EUR 800 miljard, waarvan ongeveer EUR 130 miljard in staatsobligaties is belegd. Dit betreft met name uitzettingen op landen met een AAA kredietbeoordeling, zoals Duitsland, Nederland en Frankrijk. Door de omvang van de portefeuille kunnen sectorbrede beleggingsaanpassingen van verzekeraars marktverschuivingen veroorzaken.

Vanwege hun grote portefeuille zijn vooral levensverzekeraars gevoelig voor negatieve ontwikkelingen in het financieel systeem. Andersom is de kwetsbaarheid van het financieel systeem voor negatieve ontwikkelingen bij verzekeraars veelal kleiner. In tegenstelling tot banken zijn verzekeraars niet onderling verweven via de geldmarkt. Negatieve ontwikkelingen bij verzekeraars hebben daarom minder snel gevolgen voor andere financiële instellingen, enkele specifieke situaties uitgezonderd. Een voorbeeld van zo'n situatie is bijvoorbeeld wanneer een verzekeraar andere financiële instellingen verzekert, zoals de Amerikaanse verzekeraar AIG die kredietbescherming verkocht aan andere financiële instellingen.

#### **Verwachtingen onder het nieuwe toezichtregime**

De implicaties van het nieuwe Europese toezichtraamwerk Solvency II op de verwevenheid tussen verzekeraars en de rest van het financieel systeem zijn nog niet evident. Verzekeraars zullen bewuster stil moeten staan bij de risico's die op de balans worden genomen, waarvan marktrisico vooral voor levensverzekeraars een belangrijk onderdeel is. Hierdoor kan de verwevenheid afnemen, omdat zij hun beleggingsportefeuille zullen heroverwegen en bijvoorbeeld uitzettingen op aandelen of op banken verminderen. Aan de andere kant zullen verzekeraars naar verwachting marktrisico's meer dan voorheen afdekken. Als onderdeel van een meer complexe hedging-strategie kan het gebruik van (rente) derivaten toenemen en daarmee ook hun verwevenheid via financiële markten.

In het kader van Bazel III en het FSB SIFI raamwerk (zie hoofdstuk 4) wordt momenteel de wenselijkheid onderzocht van het gebruik van converteerbare bankobligaties (*contingent convertible capital of CoCo's*) voor het versterken van de verliesabsorptiecapaciteit van banken. Deze beleggingen leveren weliswaar een hoger rendement op dan traditionele obligaties, maar brengen grote staatrisico's met zich mee. Marktpartijen zien institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars als één van de natuurlijke investeerders in converteerbare bankobligaties. Dit zal echter het besmettingsrisico van de bankensector naar de pensioen- en verzekeringssector doen toenemen.

<sup>1</sup> Per eind 2009. Bron: Swiss Re.

**Grafiek 26 Maximale rentegaranties vs. risicovrije rente**

In procenten.



Gemiddelde garantie gebaseerd op gegevens van 70% van de levensverzekeringsmarkt.  
Bron: DNB.

Ook de lage lange rente droeg in 2010 bij aan de verslechtering van het technisch resultaat van levensverzekeraars. Vooral polissen met een rendementsgarantie en winstdeling zijn gevoelig voor de lage rente. De winstgevendheid van deze polissen is afhankelijk van de marge tussen de afgegeven garanties en de risicovrije rente. Bij een lagere marge moet een verzekeraar meer risico nemen om voldoende rendement te behalen. Nederlandse levensverzekeraars baseren het garantieniveau op nieuwe polissen meestal op de wettelijk vastgestelde rekenrente voor berekening van de technische voorzieningen. Deze rekenrente is per 1 augustus 1999 verlaagd van vier naar drie procent, waarbij voor collectieve contracten een overgangsregeling werd afgesproken. Voor de meeste levensverzekeraars ligt het gemiddelde garantieniveau van de portefeuille echter nog steeds ruim boven drie procent, omdat eerder afgesloten producten met een rendementsgarantie van vier procent nog een belangrijk aandeel vormen in de totale verplichtingen. Door de gedaalde lange rente is de marge tussen de afgegeven garantie en het risicovrije rendement steeds kleiner geworden (grafiek 26).

De hoge afgegeven rendementsgaranties vormen een risico voor Nederlandse levensverzekeraars. Zij kunnen dit risico verminderen door polishouders te laten meedelen in lagere opbrengsten door middel van discretionaire winstdeling of door de garantie gedurende de looptijd te verlagen. Dit laatste is in Nederland overigens slechts beperkt mogelijk.

**Pensioenfondsen**

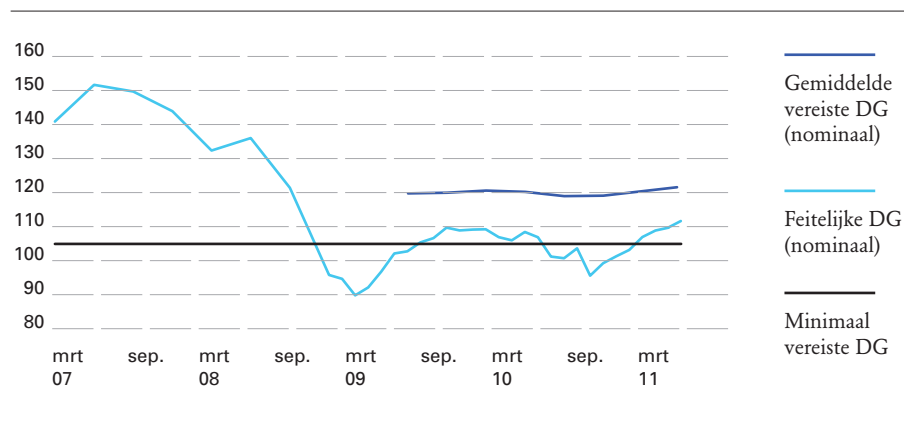
Het afgelopen halfjaar is de financiële positie van de pensioensector verbeterd door een gunstig rendement op aandelenbeleggingen en een stijging van de lange rente. De stijging van de levensverwachting had een negatief effect op de financiële positie; de verplichtingen van pensioenfondsen zijn hierdoor in twee jaar met ongeveer 8 procent toegenomen. Hoewel de pensioensector als geheel nu geen dekkingstekort meer heeft, zijn de vermogensbuffers nog niet terug op het vereiste niveau. Daarnaast blijven grote verschillen tussen fondsen zichtbaar. Zes kleine fondsen waren genoodzaakt de pensioenen dit jaar te verlagen en vooralsnog houden vier andere fondsen rekening met een mogelijke verlaging in 2012. Dit treft minder dan een procent van alle deelnemers en gepensioneerden. In een stelsel zonder schokabsorberende vermogensbuffers zouden de directe gevolgen van de financiële crisis voor de pensioentoezeggingen veel groter zijn geweest en hadden veel meer fondsen

*... en de winstgevendheid staat nog altijd onder druk*

*De positie van pensioenfondsen verbeterd ...*

### Grafiek 27 Feitelijke en vereiste dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen

In procenten van technische voorzieningen.



Cijfers vanaf januari 2011 betreffen voorlopige schattingen.  
Bron: DNB.

de pensioenen direct moeten verlagen. De bestedingen en het algemene vertrouwen van consumenten waren dan tijdens de economische neergang verder teruggelopen.

*... maar de houdbaarheid van het stelsel blijft een aandachtspunt*

De gezondheid van het pensioenstelsel op lange termijn blijft een belangrijk aandachtspunt. De sociale partners onderhandelen momenteel over aanpassingen in het pensioenstelsel. Deze moeten er toe leiden dat het stelsel voldoende toekomstbestendig wordt, transparant is en dat verkeerde beleggingsprikkels worden voorkomen. Daarbij is het wenselijk dat de stabiliserende effecten van het huidige pensioenstelsel op de economische cyclus en op financiële markten zoveel mogelijk behouden blijven.

## 4 Institutionele ontwikkelingen en infrastructuur

*Door de kredietcrisis gaat steeds meer aandacht uit naar macroprudentiële vraagstukken. Nationaal en internationaal wordt nieuw beleid ontwikkeld. Zo komt er een internationaal raamwerk om risico's van zogeheten systeemrelevante financiële instellingen te beperken. Nederland past daarnaast het wettelijke crisisinstrumentarium en het depositogarantiestelsel aan. Op het gebied van financiële infrastructuur vindt momenteel in het mondiale beurzenlandschap een consolidatieslag plaats. De voorgenomen fusies kunnen een positief effect hebben op de financiële stabiliteit in Europa, hoewel goede beheersing tijdens de overgangsfase essentieel is.*

### Europese samenwerking

De Nederlandse economie en financiële sector zijn sterk verweven met het buitenland. De financiële sector is internationaal actief, waarbij het merendeel van de buitenlandse uitzettingen van Nederlandse financiële instellingen uitstaat in andere Europese landen. In reactie op de internationalisering is toezicht en regelgeving in Europa en wereldwijd het afgelopen decennium geconvergeerd. Tijdens de crisis is echter gebleken dat, als het erop aankomt, landsgrenzen nog steeds een grote rol spelen. De spanning tussen een steeds internationaler financieel systeem en het primaat van nationale autoriteiten belemmert efficiënt ingrijpen bij grensoverschrijdende systeemrisico's. Daarnaast zorgen verschillen in nationale regelgeving voor een ongelijk speelveld tussen internationaal opererende financiële instellingen. Daarom is het van belang het financiële toezicht op Europees niveau te versterken en te harmoniseren.

*De Europese samenwerking op het gebied van toezicht wordt versterkt*

In reactie op de crisis zijn nieuwe Europese toezichtautoriteiten opgericht, de European Supervisory Authorities (ESA's). Deze autoriteiten hebben een coördinerende rol in het toezicht op Europese financiële instellingen en zien toe op de implementatie van Europese toezichtregels. Daarnaast is op 1 januari 2011 de European Systemic Risk Board (ESRB) van start gegaan, die zich richt op het bevorderen van samenhangend macroprudentieel beleid in Europa. De uitdaging voor de ESRB is om scherpe, vooruitblikkende macroprudentiële risicoanalyses te verrichten, die een stevige grondslag bieden voor eventuele waarschuwingen of gerichte beleidsaanbevelingen. Van belang is dat de ESRB een grote mate van (politieke) onafhankelijkheid bezit, zodat zij zich ook in economisch goede tijden kritisch kan opstellen.

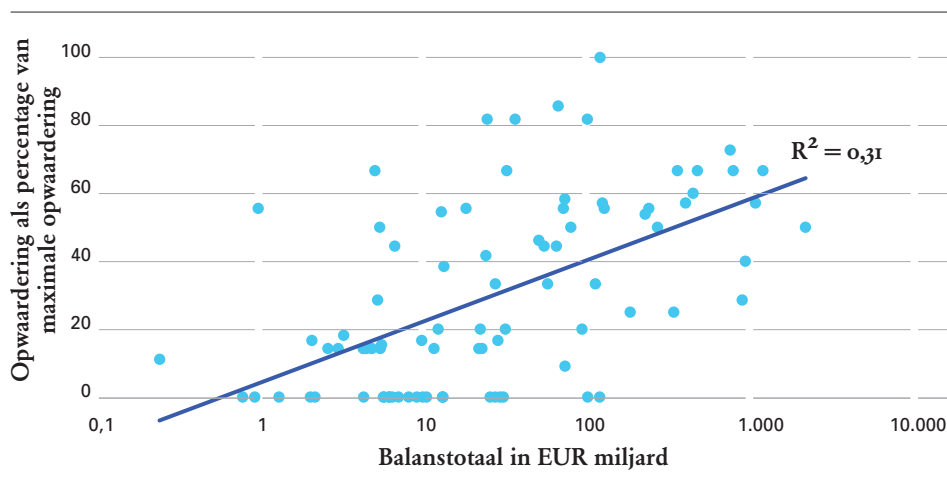
### Systeemrelevante instellingen

Sommige financiële instellingen zijn de afgelopen jaren zo gegroeid en zo verweven geraakt met de rest van het financieel systeem, dat een onverhoopt faillissement grote risico's met zich mee zou brengen voor de financiële stabiliteit. Deze instellingen worden aangemerkt als systeemrelevante financiële instellingen (*systemically important financial institutions*, oftewel SIFI's). Naast mogelijk systeemrisico leidt systeemrelevantie ook tot moreel risico. Doordat deze instellingen als too big to fail worden gezien, kunnen zij zich goedkoper financieren dan niet-SIFI's en hierdoor

*Er komen strengere eisen voor systeemrelevante instellingen ...*

**Grafiek 28 Effect van de too big to fail-perceptie op de kredietbeoordeling**

Opwaardering in procenten en balanstotaal in EUR miljard 2009 (eindejaar).



De opwaardering is het aantal treden tussen rating inclusief impliciete externe steun en de bank financial strength rating gedeeld door het aantal treden tussen AAA en de bank financial strength rating.  
Bron: Moody's en Bankscope.

werken financieringskosten onvoldoende disciplinerend. De perceptie van too big to fail uit zich onder andere in de kredietbeoordeling (*rating*): grootbanken ontvangen van kredietbeoordelaars een hogere rating dan hun intrinsieke financiële sterkte rechtvaardigt. Voor kleinere banken geldt dit minder of zelfs helemaal niet (grafiek 28).

De Financial Stability Board (FSB) heeft een raamwerk ontwikkeld om de systeemrisico's en morele risico's van bancaire SIFI's tegen te gaan. Aan de ene kant beoogt het raamwerk de kans op een faillissement van een SIFI te verkleinen door intensiever toezicht en hogere kapitaaleisen. Aan de andere kant wordt getracht de afwikkelbaarheid van instellingen te verbeteren, opdat een onverhoopt faillissement beter te beheersen is en de impact ervan beperkt blijft. Als een systeemrelevante bank in problemen komt, zal de overheid onderdelen van de bank willen redden die van groot belang zijn voor de samenleving en de reële economie. Een betere afwikkelbaarheid heeft als doel te zorgen dat deze onderdelen gemakkelijk afgescheiden kunnen worden van de rest van de bank, zodat de eventuele inzet van publieke middelen zo beperkt mogelijk blijft. Het SIFI-raamwerk is eind 2010 op hoofdlijnen vastgesteld door de G20 en wordt dit jaar op enkele onderdelen verder uitgewerkt. Zo wordt de omvang van de vereiste extra kapitaaleis aan SIFI's later dit jaar bepaald.

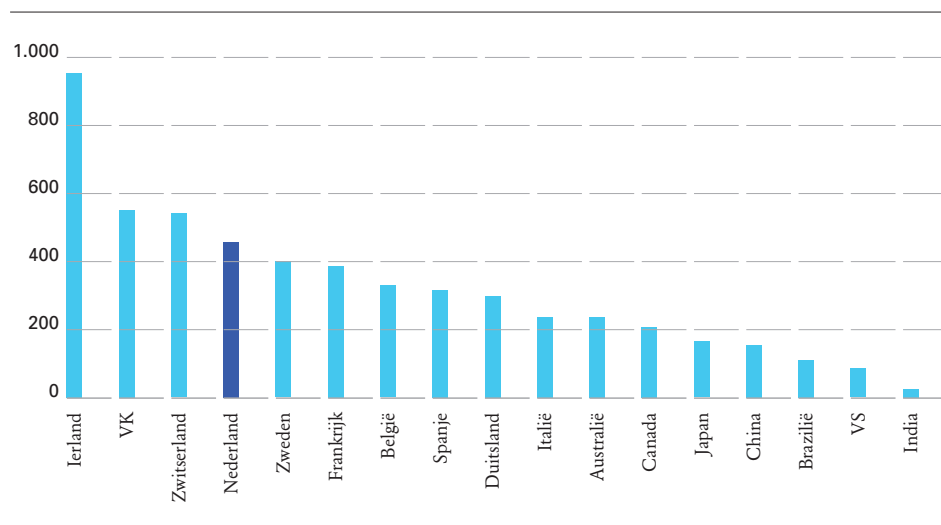
*... die DNB zal toepassen op de relevante Nederlandse instellingen*

DNB zal dit raamwerk toepassen op de relevante onder haar toezicht staande instellingen. Alhoewel de FSB de mogelijkheid openlaat om het raamwerk in eerste instantie alleen op mondiale SIFI's toe te passen en pas later uit te rollen naar binnenlandse SIFI's, kiest DNB voor een gelijktijdige uitrol van het raamwerk op alle Nederlandse SIFI's. Implementatie van het SIFI-raamwerk is voor Nederland belangrijk vanwege de sterk geconcentreerde bankensector en de relatief grote omvang van de bankensector ten opzichte van de nationale economie (grafiek 29). Ook andere landen met een eveneens relatief grote bankensector kiezen voor een voortvarende aanpak, bijvoorbeeld door nu al hogere kapitaaleisen te stellen. Dit is onder meer het geval in Zwitserland, het Verenigd Koninkrijk en Zweden.

De Nederlandse sector dient voortgang te maken met de implementatie van het SIFI-raamwerk, door het verhogen van kapitaalbuffers en het opstellen van herstelplannen voor het geval zij in de problemen raken. Er bestaat een afriuil tussen

**Grafiek 29 Omvang bankensector ten opzichte van de nationale economie**

In procenten van bbp, 2009.



Bron: IMF, ECB, BIS en centrale banken.

beide soorten maatregelen: het belang van hoge kapitaalbuffers neemt toe als er geen robuust herstel- en resolutieplan is voor een ordentelijke afwikkeling van een faillissement. DNB intensiveert daarnaast de samenwerking met toezichthouders van buitenlandse dochterondernemingen via crisismanagementgroepen.

**Beleidsinitiatieven in Nederland**

Verder werkt DNB werkt aan aanpassing van het wettelijke crisisinstrumentarium. Tijdens de financiële crisis is gebleken dat de bestaande interventiemogelijkheden bij een in problemen verkerende financiële onderneming tekortschieten. Onder het huidige regime rest in een crisissituatie alleen de noodregeling als formele maatregel. De laatste jaren is de snelheid waarmee een instelling in de problemen kan raken zodanig toegenomen, dat de noodregeling niet meer in alle gevallen het juiste instrument is. Bovendien ligt de focus van het instrumentarium op individuele instellingen en te weinig op het financiële stelsel als geheel. De noodregeling werkt in de praktijk als tussenstap naar een faillissement. Een faillissement is echter vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit veelal niet wenselijk. Wanneer bijvoorbeeld een instelling een grote rol speelt in de betaalinfrastuctuur of consumentendeposito's beheert, is het wenselijk de continuïteit van deze activiteiten te borgen.

*Het wettelijk  
crisisinstrumentarium  
wordt versterkt ...*

Het ministerie van Financiën heeft daarom een wetsvoorstel voorbereid dat de wettelijke interventiebevoegdheden van de Minister en DNB uitbreidt. Dit wetsvoorstel ligt momenteel ter consultatie voor. DNB krijgt de bevoegdheid om deposito's en overige activa, passiva of aandelen van een in problemen verkerende financiële instelling over te dragen aan een andere instelling of rechtspersoon. Daarnaast krijgt de Minister de bevoegdheid om voorzieningen te treffen wanneer de financiële stabiliteit in gevaar komt. Verder bevat het wetsvoorstel een regeling om zogenoemde trigger events te voorkomen. Door trigger events kunnen aanvullende contractuele verplichtingen ontstaan als een instelling in problemen raakt, waardoor de situatie van de instelling verder verslechtert.

DNB is nauw betrokken geweest bij het opstellen van het wetsvoorstel en ziet het als een belangrijke stap om beter te kunnen ingrijpen bij toekomstige crises. Het is eveneens in lijn met hervormingen die recent zijn doorgevoerd in andere Europese

landen, zoals het Verenigd Koninkrijk en België, en sluit aan bij de onlangs door de Europese Commissie gepubliceerde voorstellen ter versterking van het crisismanagement.<sup>1</sup>

... en het depositogarantiestelsel verstevigd

Ook het depositogarantiestelsel zal worden aangepast, zoals de minister van Financiën recent heeft aangekondigd. Nederland zal in 2012 overgaan naar een ex-ante, met risicogewogen premies gefinancierd depositogarantiestelsel. De minister zal voor het einde van het jaar een voorstel daartoe indienen. Via ex-ante financiering zal in tien jaar een fonds worden opgebouwd van circa EUR 4 miljard, met een jaarlijkse premielast voor de banken van EUR 400 miljoen. Over de grondslag van de risicoweging en de wijze van fondsbeheer zijn Financiën en DNB nog in gesprek. DNB, dat het depositogarantiestelsel in Nederland uitvoert, juicht de omvorming van het stelsel toe. Voordelen van ex-ante financiering zijn dat ook een faillierende bank vooraf bijdraagt aan het stelsel, dat deze bijdragen minder procyclisch werken en dat de financiering marktconforme prikkels kan geven.

### Financiële infrastructuur

Het beurzenlandschap wijzigt door regelgeving ...

Ongeveer 70 procent van de waarde van alle effectentransacties komt op handelsplatformen tot stand. Sinds het inwerking treden van de MiFID-richtlijn op 1 november 2007 hebben Europese beurzen in toenemende mate concurrentie gekregen van zogeheten alternatieve handelsplatformen (*multilateral trading facilities, MTFs*). Het gezamenlijke marktaandeel van de drie grootste Europese beurzen London Stock Exchange, Euronext en Deutsche Börse is hierdoor in drie jaar bijna gehalveerd (grafiek 30). De toegenomen concurrentie heeft spelers gedwongen tot scherpere tariefstelling. Het is van belang dat niet ook wordt geconcurrerd op standaarden voor risicobeheersingsystemen. Daarnaast zijn partijen overgegaan op snellere handelstechnologie om voldoende liquiditeit naar zich toe te trekken. De versnippering van liquiditeit over een toenemend aantal handelsplatformen kan echter een stabiele prijsvorming belemmeren.

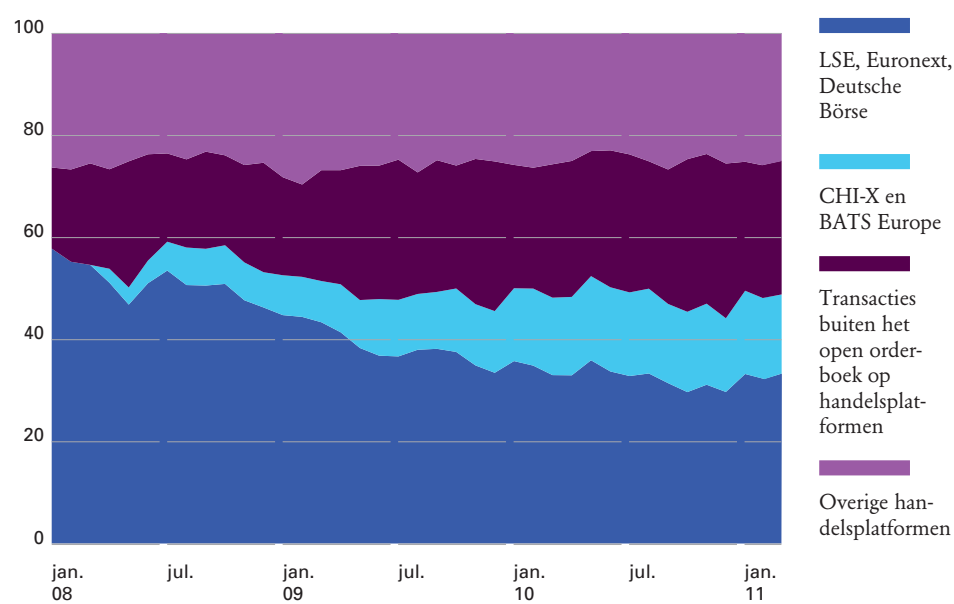
... en een consolidatieslag

Om marktaandeel te behouden vindt in het mondiale beurzenlandschap een consolidatieronde plaats. De London Stock Exchange (LSE) en de beurs van Toronto (TMX) plannen een fusie, evenals de Singapore Exchange en de Australische beurs. NYSE Euronext en Deutsche Börse hebben begin februari 2011 aangekondigd te willen fuseren. Kort daarna hebben Nasdaq OMX en Intercontinental Exchange (ICE) een bod uitgebracht op NYSE Euronext met het doel om de beurgroep op te splitsen. Nasdaq OMX is geïnteresseerd in de effectenbeurzen en ICE in de derivatenbeurzen. Maar ook CHI-X en BATS Europe, de twee grootste alternatieve handelsplatformen in Europa, hebben fusieplannen. De fusiegolf heeft nog een tweede oorzaak. De G20 heeft in 2009 voorgesteld derivatencontracten te standaardiseren, om deze te kunnen afwickelen via centrale tegenpartijen (CCPs) en daarmee tegenpartijrisico's te verkleinen. Hierdoor zal naar verwachting de komende jaren een steeds groter aandeel van de derivatencontracten via beurzen worden verhandeld. In 2010 ging het om meer dan 22 miljard contracten wereldwijd, een toename van 25 procent ten opzichte van een jaar eerder. De fusie tussen NYSE Euronext en Deutsche Börse brengt ook de twee grootste derivatenbeurzen van Europa samen: NYSE Liffe en Eurex, samen goed voor 95 procent van de Europese markt. De beoogde splitsing van de effecten- en derivatenbeurzen door Nasdaq OMX en ICE brengt voor Europa juist versnippering met zich mee. De mededingingsautoriteiten en toezichthouders zullen de verschillende fusies, overnames en splitsingen moeten beoordelen en goed- of afkeuren.

<sup>1</sup> Europese Commissie, 'Technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution', 6 januari 2011.

**Grafiek 30 Marktaandeel effectenhandel op handelsplatformen in Europa**

In procenten van totale Europese effectenhandel.



Bron: Thomson Reuters.

Als de voorgenomen fusies daadwerkelijk doorgang zullen vinden, is goede beheersing van het overgangsproces essentieel, bijvoorbeeld wat betreft de (des)integratie van systemen. Hierbij zullen autoriteiten op continue basis betrokken blijven om de beheersing van risico's te borgen. Op lange termijn kunnen de voorgenomen fusies een positief effect hebben voor de financiële stabiliteit in Europa. Het huidige Europese beursenlandschap is complex en kent veel organisaties. Hetzelfde geldt voor de verevening en afwikkeling (clearing en settlement) van financiële transacties. Fusies kunnen de complexiteit verminderen en de versnippering van liquiditeit tegengaan. Voor dit laatste moeten de fusiepartijen wel tevens hun orderboeken samenvoegen; of dit zal gebeuren is op dit moment nog niet bekend. Splitsing van beursengroepen kan de complexiteit en het aantal organisaties juist doen toenemen. Het effect hiervan op de financiële stabiliteit zou negatief kunnen zijn.

### Box 5 Toenemende risicodifferentiatie in het uitleengedrag van banken

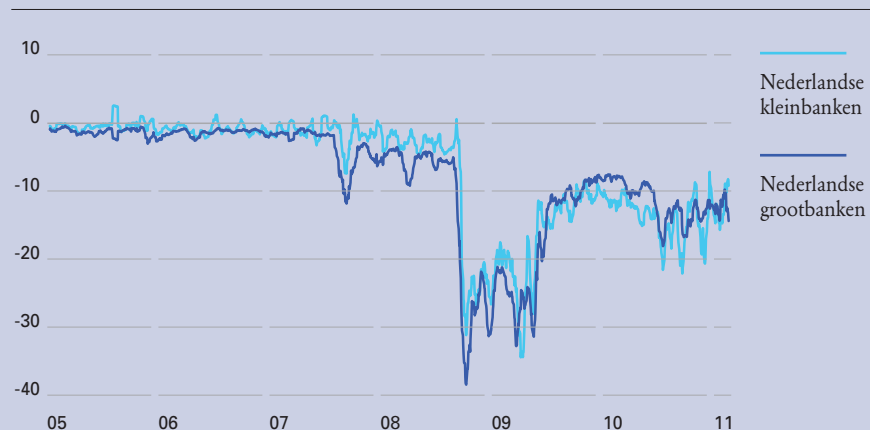
TARGET2 is het gemeenschappelijke betaalsysteem van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) dat wordt gebruikt voor monetaire beleidstransacties en voor eurobetalingen tussen financiële instellingen. Een belangrijke transactiesoort in TARGET2 is de (ongedekte) interbancaire lening. Informatie over omzet en rentetarieven van deze leningen in het Nederlandse deelsysteem TARGET2-NL geeft inzicht in de liquiditeitspositie van Nederlandse banken en hun marktreputatie.

De rente die een bank moet betalen ten opzichte van de gemiddeld betaalde rente is een maat voor de risico-opslag van deze bank. Onderstaande grafiek laat een aantal ontwikkelingen zien sinds het uitbreken van de financiële crisis. Nederlandse banken lenen gemiddeld genomen goedkoper dan het Europese gemiddelde. Tegelijkertijd is binnen Nederland een toenemende spreiding in leentarieven te zien. Deze is groter dan voor de crisis en kende een hoogtepunt in de periode van oktober 2008 tot juli 2009. De toenemende spreiding in rentetarieven duidt erop dat marktpartijen meer onderscheid maken tussen banken. Tot medio 2009 profiteerden de Nederlandse grootbanken van lagere rentes. Een mogelijke oorzaak is dat marktpartijen deze instellingen als systeemrelevant zien, waardoor zij een (impliciete) overheidsgarantie genieten. Een andere belangrijke verklarende factor voor de hoogte van de te betalen rente is de kredietbeoordeling; verschillen in beoordelingen binnen de groep van kleinbanken en van grootbanken bepalen mede het verloop van de grafiek.

Sinds juli 2009 zijn zowel de verschillen tussen Nederlandse banken onderling als de verschillen tussen de Nederlandse bancaire sector als geheel met het Europese gemiddelde afgenomen. Dat moment valt samen met de start van het onconventionele monetaire beleid. Toch blijven de verschillen significant groter dan voor de crisis.

#### Grafiek 31 Rente interbancaire geldmarkt

Betaalde rentepercentage in TARGET2-NL, afwijking t.o.v. EONIA in basispunten



Getoond wordt het verschil van het gemiddelde rentepercentage van de Nederlandse grootbanken en kleinbanken t.o.v. EONIA. EONIA is een gewogen gemiddelde van alle ongedekte uitleen-transacties in de Europese interbancaire markt (een panel van ruim 40 banken in het eurogebied).  
Bron: DNB.

