

Overzicht Financiële Stabiliteit

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank Overzicht Financiële Stabiliteit

Najaar 2015

© 2015 De Nederlandsche Bank N.V.

Oplage: 750

Dit document is samengesteld op basis van data beschikbaar t/m 18 september 2015, tenzij anders vermeld.
Afkortingen landen volgens ISO-norm.

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

Westeinde 1, 1017 ZN Amsterdam – Postbus 98, 1000 AB Amsterdam,

Telefoon (020) 524 91 11 – E-mail: info@dnb.nl

Internet: www.dnb.nl

Inhoud

Voorwoord	5
1. Overzicht Financiële Stabiliteit	7
2. Liquiditeit op financiële markten	17
3. Commercieel vastgoed: kantoren- en winkelmarkt	27
4. Preferente behandeling staatsschuld	37
Annex 1: Macroprudentiële indicatoren	45
Annex 2: Terugblik op acties DNB naar aanleiding van het OFS	47

Voorwoord

DNB waakt over de financiële stabiliteit in Nederland. Nadrukkelijk let DNB op de wisselwerking tussen financiële instellingen en hun omgeving: andere instellingen, financiële markten en de financiële infrastructuur. Als onderdeel hiervan publiceert DNB elk halfjaar het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS).

5

Het OFS schetst risico's die groepen instellingen of hele sectoren raken en het Nederlandse financiële stelsel en uiteindelijk ook de economie kunnen ontwrichten. DNB schrijft het OFS om belanghebbenden – financiële instellingen, beleidsmakers en het publiek – bewust te maken van deze risico's. Het eerste hoofdstuk geeft een samenvatting van de belangrijkste risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit. De daaropvolgende drie themahoofdstukken analyseren relevante onderwerpen in meer detail.

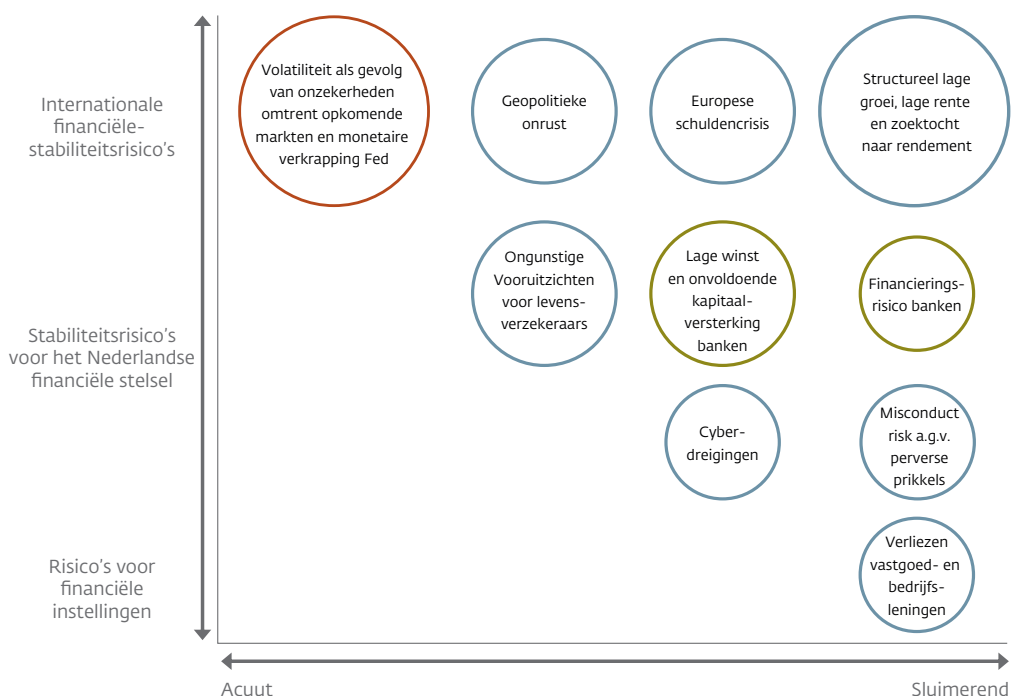
Het OFS bevat geen voorspellingen, maar analyseert scenario's. DNB beoogt met de kennis van nu een zo goed mogelijke risicoanalyse te geven van potentiële toekomstige bedreigingen voor het financiële stelsel. Waar mogelijk doet DNB beleidsaanbevelingen die deze risico's kunnen tegengaan. De analyses en aanbevelingen in het OFS bieden instellingen en beleidsmakers inzichten om de kans op en de gevolgen van schokken in het financiële stelsel te verkleinen.

1 Overzicht Financiële Stabiliteit

Aandachtspunten en aanbevelingen

- De volatiliteit op financiële markten is recent opgelopen. De toename volgt op een periode waarin de volatiliteit uitzonderlijk laag was en kan daarom deels worden beschouwd als een correctie van deze situatie. Daarnaast spelen ook toenemende zorgen over de effecten van de groeivertraging in China een rol. Vooralsnog is geen sprake geweest van een brede besmetting van het financiële stelsel, maar een verdere toename in de volatiliteit op financiële markten kan risico's voor de financiële stabiliteit met zich meebrengen. Mondiaal ruim monetair beleid heeft immers tot een grote risicobereidheid onder beleggers en een zoektocht naar rendement op financiële markten geleid. Bovendien zijn er aanwijzingen dat de marktliquiditeit op sommige segmenten is verslechterd. Tegen deze achtergrond kan de verwachte verkrapping van het Amerikaanse monetaire beleid en een heropleving van de Europese schuldencrisis tot grote prijsaanpassingen op financiële markten leiden, en daarmee risico's voor de financiële stabiliteit opleveren.
- Verminderde marktliquiditeit versterkt de volatiliteit van financiële markten. Financiële instellingen dienen in hun risicomanagement rekening te houden met verminderde marktliquiditeit. Als financiële instellingen onvoldoende voorbereid zijn op situaties waarin de liquiditeit op markten opeens geheel opdroogt, kan dit tot grote verliezen en financieringsrisico's leiden, en de financiële stabiliteit raken. Dit geldt in het bijzonder voor beleggingsfondsen, die vanwege hun bedrijfsmodel erg kwetsbaar zijn voor opdrogende liquiditeit op financiële markten. De omvang van deze sector is de afgelopen jaren snel toegenomen (hoofdstuk 2).
- Gemiddeld genomen stabiliseren de prijzen op de kantoren- en winkelmarkt. Deze ontwikkeling maskeert echter grote verschillen binnen deze markten: op aantrekkelijke locaties stijgen de prijzen, mede door de zoektocht naar rendement, maar op minder aantrekkelijke locaties blijven de prijzen achter. De vooruitzichten voor de kantoren- en winkelmarkt blijven daarbij ongunstig: een afname van het ruimtegebruik per kantoormedewerker en een toename van internetverkopen kunnen de vraag naar kantoren en winkels verder onder druk zetten. Hoewel banken sinds de balansonderzoeken naar commercieel vastgoed minder kwetsbaar zijn geworden voor verliezen, kunnen deze trends leiden tot de opbouw van nieuwe risico's.
- Toezichtregelgeving voor banken bevat een voorkeursbehandeling voor uitzettingen op overheden. Dit heeft bijgedragen aan de Europese schuldencrisis: het versterkt de verwevenheid tussen overheden en banken en ondermijnt de marktdiscipline voor overheden. Het uitfasen van deze voorkeursbehandeling op mondiaal en Europees niveau zou de financiële stabiliteit bevorderen. Om schokken te vermijden is daarbij wel een voldoende lange transitieperiode gewenst (hoofdstuk 4).

Risicokaart



De risicokaart geeft een schematisch overzicht van de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit. De grootte van een cirkel geeft de omvang van het risico weer. De kleur van de cirkel geeft weer of een risico over de middellange termijn gezien toenemend (rood), afnemend (groen) of constant (grijs) is.

Internationale omgeving

Op sommige financiële markten vonden de afgelopen periode forse prijsaanpassingen plaats. Zo daalde tussen begin mei en eind augustus de beurs van Shanghai met 43 procent en nam de S&P grondstoffenindex met 27 procent af. Daarnaast verloor de Russische roebel een kwart van haar waarde sinds mei, en de Turkse lira 24 procent sinds begin 2015. Op een aantal specifieke markten was gedurende korte periodes sprake van uitzonderlijke prijsbewegingen. Zo bedroeg het verschil tussen de hoogste en de laagste Duitse 10-jaarsrente op 7 mei maar liefst 22 basispunten. Ook de volatiliteit op voor Nederland belangrijke financiële markten is toegenomen (grafiek 1), bijvoorbeeld op de Amsterdamse beurs en de valutamarkt voor de euro.

Grafiek 1 - Financiële-stressindex

Stress-index, gebaseerd op indicatoren van voor Nederland relevante aandelen-, obligatie- en valutamarkten en een index van de gezondheid van financiële instellingen.

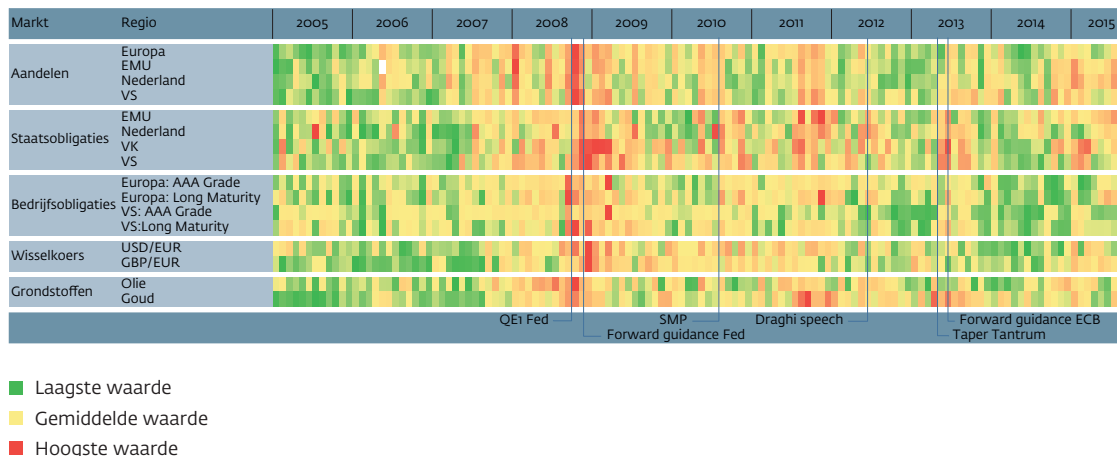


Bron: DNB.

De grotere volatiliteit op financiële markten volgt op een periode waarin deze uitzonderlijk laag was, deels als gevolg van het beleid van centrale banken (grafiek 2). Gedurende de crisis hebben westerse centrale banken het monetaire beleid en daarmee de financiële condities steeds verder verruimd. Zo zijn beleidsrentes verlaagd naar uitzonderlijk lage niveaus, en wordt via gerichte communicatie duiding gegeven aan het toekomstig pad van beleidsrentes. Ook zijn onconventionele monetaire maatregelen geïntroduceerd, zoals langlopende herfinancieringsoperaties voor banken en grootschalige aankoopprogramma's op obligatiemarkten. Deze maatregelen ondersteunen het economische herstel. Tegelijkertijd hebben centrale banken door het creëren van zeer ruime monetaire condities onrust op financiële markten gedempt. Een neveneffect hiervan was dat centrale banken in toenemende mate als *market makers of last resort* werden beschouwd, bereid om te allen tijde het functioneren van financiële markten te ondersteunen door het verschaffen van extra liquiditeit. Tegen deze achtergrond daalden liquiditeitspremies naar zeer lage niveaus en was tot medio 2014 de volatiliteit op veel financiële markten bijzonder laag.

De toegenomen volatiliteit op financiële markten is ten dele een correctie van onderhuidse spanningen. Al eerder is in het OFS geconstateerd dat er aanwijzingen zijn dat de prijzen van sommige financiële titels afwijken van de economische fundamenten. Doordat het monetaire beleid de risicovrije rendementen drukt, zet het aan tot het nemen van financiële

Grafiek 2 - Na een periode met lage volatiliteit neemt deze weer toe



Volatiliteit is berekend op basis van dagelijkse prijsdata (niet-overlappende maandelijkse steekproef). De kleuren geven de perioden aan met een hoge (rood), middelmatige (oranje) en lage (groen) volatiliteit.

risico's (zoektocht naar rendement). De bereidheid tot het nemen van risico in de reëel-economische sfeer bleef de afgelopen jaren echter achter, doordat huishoudens, bedrijven, banken en overheden trachtten hun schulden af te bouwen. Tegen deze achtergrond liepen ontwikkelingen op financiële markten en in de reële economie de afgelopen periode sterk uiteen. Financiële waarden zijn veelal snel in prijs gestegen, waar de investeringen en de kredietgroei nog slechts beperkte tekenen van opleving tonen (grafiek 3). Het gevaar bestaat dat markten te sterk hebben voorgesorteerd op een krachtig economisch herstel.

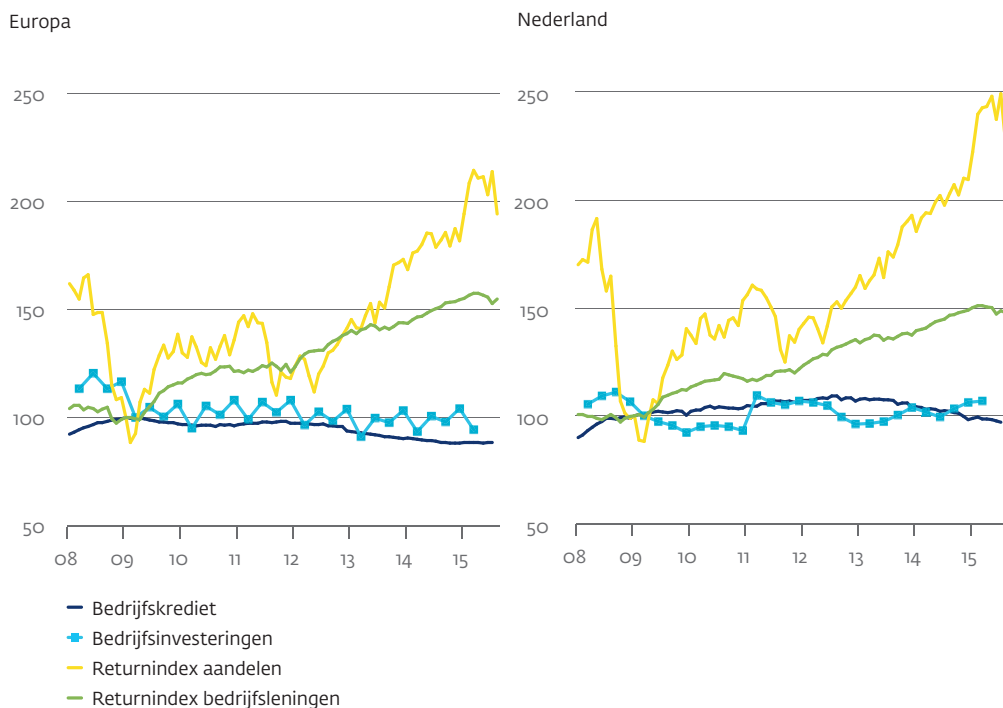
Tegenvallende economische ontwikkelingen, vooral in China, vormden een aanleiding voor onrust op markten. China is inmiddels goed voor vijftien procent van de wereldeconomie en heeft grote invloed op grondstoffenprijzen en valutakoersen. Het land staat voor uitdagingen: de economie geleidelijk op een houdbaar groeipad brengen met daarbij meer oriëntatie op de binnenlandse economie, de transitie naar een markteconomie, en het afbouwen van enkele grote onevenwichtigheden. Bij dit laatste gaat het vooral om de snelle kredietexpansie in de afgelopen jaren in combinatie met zeepbelvorming op onroerendgoedmarkten. De directe uitzettingen van de financiële sector wereldwijd op Chinese banken en bedrijven zijn de afgelopen jaren sterk gestegen. Nederlandse banken hebben momenteel circa EUR 20 mrd uitstaan op China. Dit is nog altijd minder dan een procent van hun balanstotaal, waardoor mogelijke directe verliezen naar verwachting goed op te vangen zijn. Toenemende turbulentie in China kan echter ook via indirecte kanalen een substantieel effect hebben op Nederlandse banken, bijvoorbeeld via verliezen van andere systeembanken en via uitzettingen op landen die sterk afhankelijk zijn van China.

Verder toenemende volatiliteit op de markten is niet uitgesloten, waarbij de afgenomen veerkracht van sommige markten neerwaartse prijsbewegingen kan versterken. Er zijn aanwijzingen dat de hogere volatiliteit op financiële markten deels wordt veroorzaakt door een verminderde marktliquiditeit op sommige secundaire markten. De afgelopen jaren lijken daarnaast ook de besmettingsrisico's op financiële markten te zijn toegenomen, door toegenomen correlatie tussen afzonderlijke financiële prijzen (hoofdstuk 2). Tegen deze achtergrond kunnen schokken al snel resulteren in forse prijsaanpassingen op financiële markten, zeker wanneer de prijzen van financiële titels afwijken van economische fundamenten.

De verwachte verkrapping van het ruime Amerikaanse monetaire beleid kan aanleiding zijn voor nieuwe onrust op financiële markten. Door een renteverhoging in de Verenigde Staten neemt het opwaartse renterisico toe, ook buiten de VS; kapitaalmarktrentes zouden in het kielzog

Grafiek 3 - Dichotomie tussen reële en financiële ontwikkelingen

Index primo 2009=100.



Bron: Datastream, ECB en eigen berekening.

Toelichting: Returnindex betreft de total return index (koerswinst plus geherinvesteerd dividend). Voor de returnindex van aandelen is de Euro Stoxx 50 voor Europa gebruikt en de AEX voor Nederland. Voor de returnindex bedrijfsleningen is dit respectievelijk iBoxx euro corporates (Europa) en de Barclays Netherlands corporate issuers (Nederland)

12

van een Amerikaanse renteverhoging wereldwijd kunnen stijgen. Anticipatie op de verkrapping leidde in 2013 al tot marktonrust, met name in opkomende economieën. Normalisatie van de beleidsrente in de VS blijft boven de markt hangen. Eerder dit jaar leek een verhoging nabij, maar recente mondiale financiële en economische ontwikkelingen leiden tot meer terughoudendheid van de Amerikaanse centrale bank. Hierdoor is de onzekerheid toegenomen.

In het eurogebied blijft de situatie in Griekenland aandacht van marktparticipanten en beleidsmakers vergen. Onrust op financiële markten – vooral voor perifere staatsobligaties – nam in juli kortstondig toe, nadat het land niet meer aan zijn betalingsverplichtingen kon voldoen. Regeringsleiders uit het eurogebied zijn op 12 juli akkoord gegaan met een derde steunprogramma. Dankzij het steunprogramma kon het land een begin maken met de afbouw van ingestelde kapitaalrestricties en haar betalingsachterstand bij het IMF inlopen. Wel blijft de vraag bestaan, of de Griekse staatsschuld voldoende houdbaar is. De houdbaarheid kan worden vergroot door schuldverlichting of door zeer gunstige voorwaarden met betrekking tot de rentevoet en de terugbetalingstermijn te verbinden aan huidige leningen. Europese landen zullen daarvoor eerst willen zien dat Griekenland daadwerkelijk bereid en in staat is om de ingrijpende maar onvermijdelijke maatregelen uit het steunprogramma in de praktijk te brengen. Het doorvoeren van deze maatregelen is essentieel om de economische groei te genereren die het voor Griekenland mogelijk maakt om op termijn weer zonder financiële steun af te kunnen. Sinds het uitschrijven van nieuwe verkiezingen eind augustus is de onzekerheid hierover echter opnieuw toegenomen.

Financiële stabiliteit in Nederland

De huidige periode van lage rentes heeft gevolgen voor de weerbaarheid van financiële instellingen en het financiële stelsel, vooral voor levensverzekeraars en pensioenfondsen.

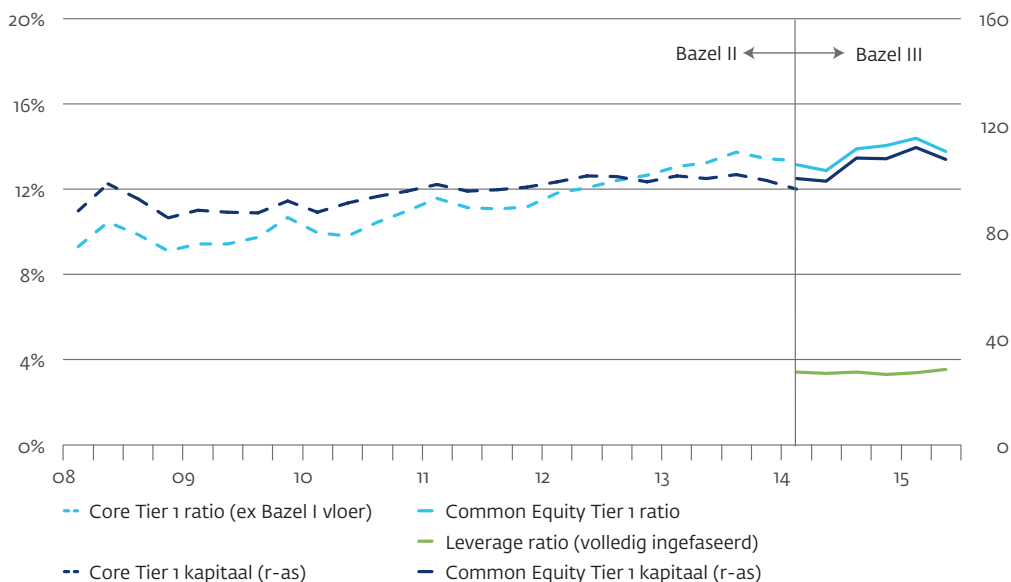
De situatie in de verzekeringssector blijft daarbij zorgelijk: in tegenstelling tot pensioenfondsen zijn hun herstellmogelijkheden relatief beperkt, terwijl de winstgevendheid van verzekeraars onder druk staat door de afnemende vraag naar levensverzekeringsproducten. Het effect van de lage rente op verzekeraars en pensioenfondsen is maar deels zichtbaar in de financiële rapportages, vanwege het gebruik van een zogenoemde *ultimate forward rate* (UFR), waarbij verplichtingen met looptijden langer dan 20 jaar worden gewaardeerd op basis van een rentecurve die naar een vastgesteld niveau convergeert. Voor verzekeraars wordt de UFR vastgesteld door EIOPA, de Europese autoriteit voor verzekeraars en pensioenfondsen. Voor pensioenfondsen heeft DNB de UFR-systematiek in lijn met het advies van de Commissie UFR per juli 2015 herzien, opdat deze meer rekening houdt met de actuele marktontwikkelingen. De nieuwe berekeningsmethode leidt tot een UFR die op dit moment 3,3 procent bedraagt, lager dan de UFR onder de oude systematiek, die was vastgesteld op 4,2 procent. Dit verkleint de discrepantie tussen de UFR en de geobserveerde huidige lange rentes.

De weerbaarheid van de Nederlandse bankensector neemt sinds het begin van de crisis gestaag toe (grafiek 4). De sector heeft voortgang geboekt bij de ingroei naar de hogere kapitaaleisen die per 2019 zullen gelden uit hoofde van het toezichtraamwerk Bazel III. Begin 2015 had de sector nog een relatief klein bedrag van EUR 2,6 mrd aan kernkapitaal nodig om aan de uiteindelijke regels te voldoen. Daarnaast bestond nog een tekort van EUR 12 mrd aan hybride schuldinstrumenten, die onder de toezichtregels als aanvullend kapitaal kwalificeren. Dit betreft voornamelijk aanvullend Tier-1 kapitaal (AT1), nodig om zowel aan de risicogewogen eisen als een hefboomratio van vier procent te voldoen. Banken kunnen de nog bestaande tekorten wegwerken door de komende jaren nieuwe instrumenten uit te geven of door bestaande niet-kwalificerende instrumenten door te rollen in instrumenten die onder de nieuwe regels kwalificeren. Enkele Nederlandse grootbanken hebben in de loop van 2015 succesvolle AT1-uitgiftes gedaan.

Naast de aangescherpte kapitaaleisen zullen grootbanken de komende jaren ook te maken krijgen met eisen die bail-in mogelijk maken. De Europese eis (*minimum requirements on eligible liabilities*; MREL) wordt naar verwachting dit jaar voor alle Europese banken vastgesteld, waarbij de hoogte afhankelijk is van de systeemrelevantie. Ook de mondiale *bail-in*-eis (*total loss absorbing capacity*; TLAC) wordt dit jaar vastgesteld; deze geldt vooralsnog alleen voor mondiaal systeemrelevante banken, zoals ING. Zowel MREL als TLAC betreffen vormen van financiering die bij het falen van een bank expliciet voor *bail-in* in aanmerking komen.

Grafiek 4 - Kapitaalratio's Nederlandse bankensector

Ratio's in procenten, kapitaal in miljarden euro.

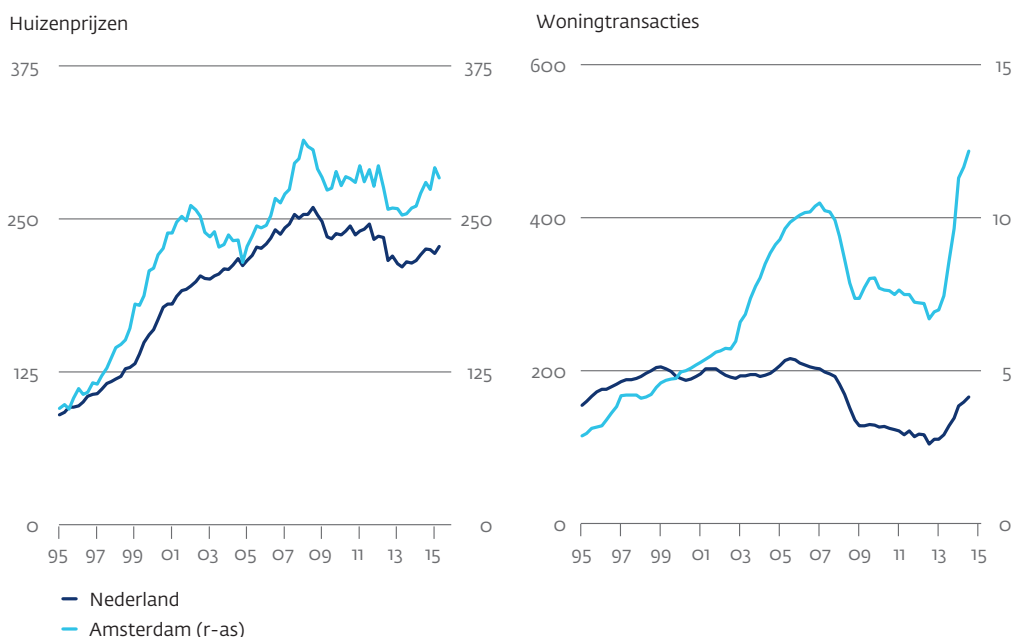


Bron: DNB.

De Nederlandse economie is in een hogere versnelling terecht gekomen en ook het herstel op de huizenmarkt zet door. De markt wordt gestuurd door toenemend vertrouwen en de lage rente, die de leencapaciteit vergroot en de woonlasten drukt. Ten opzichte van het dieptepunt in 2013 zijn de huizenprijzen met 6 procent gestegen en is het aantal woningverkopten toegenomen, hoewel sprake is van grote regionale verschillen. Zo vertoont de huizenmarkt in Amsterdam inmiddels tekenen van overspanning; een derde van de woningen binnen de ring wordt verkocht voor een prijs die boven de vraagprijs ligt. Elders komt het herstel veel langzamer van de grond (grafiek 5). Ondanks het ingezette herstel kampt de huizenmarkt nog steeds met kwetsbaarheden. De totale Nederlandse hypotheekschuld van huishoudens is met ruim 95 procent van het bbp nog steeds één van de hoogste ter wereld. Daarnaast stond aan het eind van het eerste kwartaal van 2015 nog 61 procent van de huizenbezitters tussen de 30 en 40 jaar onder water. De buffers van deze huishoudens zijn doorgaans onvoldoende om een restschuld weg te werken, wat hun financiële planning en eventuele verhuiscwensen kan frustreren. Mede dankzij de stijgende huizenprijzen is begin 2015 de onderwaterproblematiek enigszins afgenomen. Berekeningen van DNB laten echter zien dat ook bij stijgende huizenprijzen een deel van de hypotheekenvoorraad nog geruime tijd onder water staat. Als de huizenprijzen de komende jaren met 2 à 3 procent per jaar blijven stijgen, dan zullen in 2020 nog steeds 250 tot 350 duizend van deze hypotheek onder water staan. Vrijwillige aflossingen hebben tot nog

Grafiek 5 - Huizenmarkt trekt vooral in grote steden als Amsterdam aan

Huizenprijzen (duizenden euro). Woningtransacties o.b.v. jaarsom (duizenden verkopen).



Bron: CBS, NVM.

toe een beperkte rol gespeeld bij het terugdringen van de onderwaterproblematiek: slechts in 11 procent van de gevallen leidde dit ertoe dat een hypotheek weer boven water kwam.

Het macroprudentiële beleid

Ter beheersing van financiële-stabiliteitsrisico's kan DNB een aantal macroprudentiële instrumenten inzetten. Op basis van het risicobeeld in het Overzicht Financiële Stabiliteit en een beoordeling van de financiële cyclus besluit DNB tweemaal per jaar of inzet van de macroprudentiële instrumenten waarover zij direct zeggenschap heeft, gewenst is. In het Financiële Stabiliteitscomité (FSC) brengt DNB beleidsstandpunten in over instrumenten waar zij geen directe zeggenschap over heeft, zoals de LTV-limiet. Tabel 1 geeft een overzicht van de inzet van macroprudentiële instrumenten op dit moment.

Vanaf volgend jaar neemt DNB ieder kwartaal een beslissing over de hoogte van de contracyclische kapitaalbuffer. Deze kapitaalopslag kan worden geactiveerd in perioden van overmatige kredietgroei, die in combinatie met sterk stijgende vermogensprijzen in het verleden vaak een voorbode geweest is van een financiële crisis. Op dit moment zou er geen aanleiding zijn om de kapitaalopslag te activeren: de totale Nederlandse kredietverlening ontwikkelt zich gematigd en dit geldt vooralsnog ook voor de kredietverlening aan huishoudens, die gedomineerd wordt door hypotheekleningen. Ook andere indicatoren van cyclische risico's wijzen niet op excessieve kredietverlening (Annex 1).

Een verdere verlaging van de LTV-limiet voor woninghypotheken na 2018 is wenselijk.

Het Financieel Stabiliteitscomité adviseert volgende kabinetten de LTV-limiet voor hypotheken na 2018 verder te verlagen naar 90 procent door voortzetting van het huidige afbouwtempo van een procentpunt per jaar. Een lagere LTV-limiet voor woninghypotheken vergroot de financiële weerbaarheid van met name jonge huiseigenaren, zorgt voor een stabielere

Tabel 1: Huidige inzet van belangrijkste macroprudentiële instrumenten

Instrument	Status	Opmerking
Kapitaalbuffereis voor systeembanken	Geleidelijke infasering 2016-2019	Geldt voor Rabobank, ING, ABN AMRO (alle 3%) en SNS (1%)
Contracyclische kapitaalbuffer	Beslissing over de hoogte vanaf 2016	Op dit moment geen aanleiding om deze te activeren
LTV-limiet	Stapsgewijze afbouw tot 100% in 2018	FSC adviseert stapsgewijze verdere verlaging na 2018 tot 90%

16

huizenmarkt en economie, en maakt de marktfinanciering van banken minder kwetsbaar. Naar schatting moeten starters bij een LTV-limiet van 90 procent gemiddeld drie jaar langer sparen om een huis te kunnen kopen dan bij een LTV-limiet van 100 procent. Daarnaast zijn volgens het FSC aanvullende maatregelen nodig om de toegang tot de huurmarkt te borgen. Het IMF heeft Nederland recent geadviseerd de LTV-limiet sneller en verder te verlagen dan voorzien in het FSC-advies.¹

De LTV-limiet vormt onderdeel van een bredere problematiek: de onevenwichtige vermogensopbouw van huishoudens. DNB heeft er onlangs op gewezen dat NL huishoudens niet alleen veel lenen, maar ook veel sparen.² Dat is in belangrijke mate terug te voeren op het verplichte pensioensparen, dat fiscaal wordt gestimuleerd. Het leidt ertoe dat het financiële vermogen waarover huishoudens vrij kunnen beschikken relatief gering is, vooral bij jonge huishoudens. Verder bouwen starters op de koopmarkt naast pensioen ook veel vermogen op in de vorm van hun huis, doordat de fiscale aftrek is gekoppeld aan de volledige aflossing van de hypotheek. Dit beperkt hun bestedingsvrijheid en maakt het moeilijker een financiële buffer aan te leggen. Een integrale benadering van deze problematiek vraagt om het verminderen van versturende fiscale prikkels, zowel bij het lenen als bij het sparen. Te denken valt aan een verdere afbouw van de hypotheekrenteaftrek, een verdere versobering van het Witteveenkader en het introduceren van een zekere mate van keuzevrijheid bij de inleg van pensioenpremies. Dit laatste is overigens pas goed mogelijk als ook de versturende doorsneesystematiek wordt afgeschaft.³

1 Zie <http://www.imf.org/external/np/ms/2015/061515.htm>

2 Zie DNBulletin 'Economie gebaat bij minder fiscale prikkels tot sparen en lenen' d.d. 20 februari 2015.

3 Zie 'Position paper DNB ten behoeve van de nationale pensioendialoog', 15 januari 2015.

2 Liquiditeit op financiële markten

Ondanks het creëren van zeer ruime monetaire condities door centrale banken, zijn er aanwijzingen dat de liquiditeit op sommige financiële markten is verslechterd. Verminderde marktliquiditeit vergroot de volatiliteit op financiële markten. Financiële instellingen dienen hiermee in hun risico-management rekening te houden. Als financiële instellingen onvoldoende voorbereid zijn op situaties waarin de liquiditeit op markten plotseling opdroogt, kan dit tot grote verliezen en financieringsrisico's leiden en de financiële stabiliteit raken. Dit geldt in het bijzonder voor beleggingsfondsen, die vanwege hun bedrijfsmodel erg kwetsbaar zijn voor opdrogende liquiditeit op financiële markten. De omvang van deze sector is de afgelopen jaren snel toegenomen. Mede hierdoor kunnen deze fondsen in perioden van markstress de volatiliteit op financiële markten verder vergroten.

Een liquide financiële markt kenmerkt zich door een sterk absorptievermogen, waardoor beleggers grote transacties kunnen uitvoeren zonder significante gevolgen voor de prijs. Diverse factoren bepalen hoe liquide financiële markten zijn, zoals de bereidheid om aan- en verkoopposities in te nemen door *market makers* en de effectiviteit en snelheid waarmee orders kunnen worden afgehandeld. Doorgaans worden aandelen- en valutamarkten als de meest liquide markten beschouwd, terwijl bedrijfsobligatiemarkten traditioneel minder liquide zijn. Dit komt onder meer doordat deze markten minder gestandaardiseerd zijn.

Zorgen dat de veerkracht van markten duurzaam verslechterd is door verminderde liquiditeit, zijn de afgelopen periode toegenomen. Gebeurtenissen zoals de *Treasury bond flash crash* in oktober 2014 en het *Bund Tantrum* in april en mei 2015 tonen aan dat liquide markten geen gegeven zijn. Vaak wordt pas in een periode van verhoogde stress duidelijk of de liquiditeit van een financiële markt standhoudt. Bij een opdrogende marktliquiditeit kunnen grote prijsbewegingen optreden.

Er zijn aanwijzingen dat de liquiditeit op de bedrijfsobligatiemarkt en op segmenten van de staatsobligatiemarkt inderdaad geringer is dan vóór de crisis. Hoewel er geen universele maatstaf voor marktliquiditeit bestaat, kunnen verschillende aspecten van prijsvorming en transacties worden beschouwd om een indruk te krijgen van hoe de liquiditeit zich ontwikkeld. Voorbeelden zijn de kosten om een vermogenstitel te verhandelen (*bid-ask spreads*, verschil tussen bied- en laatkoers), de omvang van de transacties op de markt (diepte) en het gemak waarmee grote transacties kunnen worden gedaan zonder grote invloed op de prijs.⁴ Met name de laatste twee aspecten duiden op een verslechtering van de liquiditeit op Europese obligatiemarkten. Zo ligt de omloopsnelheid van de handel in Duitse staatsobligaties ruim een derde lager dan voor de crisis en is de gemiddelde omvang van transacties op de Europese markt voor bedrijfsobligaties met ruim vijftien procent afgenomen. Een andere indicatie is

⁴ Sarr en Lybek, (2002), 'Measuring liquidity in financial markets', *IMF Working Paper*, No. 232.

18

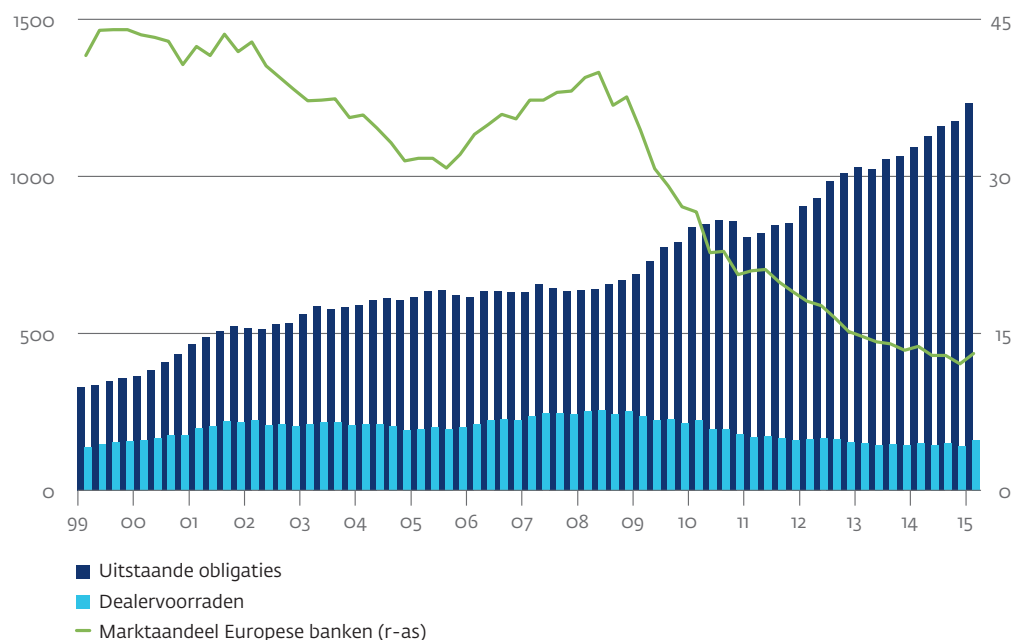
de intradag beweging van overheidsobligaties ten opzichte van het verhandelde volume: deze steeg tijdens het *Bund Tantrum* tot een niveau vergelijkbaar met de crisis.

Een belangrijke oorzaak van de verminderde marktliquiditeit is dat banken hun *market making* activiteiten terugschroeven. Waar banken vóór de crisis vaak een ruime voorraad verschillende soorten obligaties aanhielden om een actieve markt voor kopers en verkopers te ondersteunen, doen ze dat nu veel minder (grafiek 6). Bovendien beperken banken deze activiteiten tot de meest liquide obligaties. Zo bevatten de voorraden van Amerikaanse *primary dealers* een steeds groter aandeel staatsobligaties, terwijl het aandeel bedrijfsobligaties afneemt.⁵ Door deze ontwikkelingen is het lastiger geworden om kopers en verkopers bij elkaar te brengen, vooral op de traditioneel minder liquide markten. Dit leidt tot hogere zoekkosten en een lagere marktliquiditeit.

Het terugschroeven van *market making*-activiteiten van banken is deels terug te voeren op nieuwe regelgeving. Nieuwe regelgeving voor banken, zoals de eisen om meer kapitaal aan te

Grafiek 6 - Europese banken bezitten minder bedrijfsobligaties, terwijl de markt groeit

Uitstaande obligaties en dealer voorraden in EUR miljard. Marktaandeel Europese banken in procenten.



Bron: ECB, Eurostat.

5 BIS (2015), 85th Annual Report.

houden voor handelsactiviteiten en strengere liquiditeitseisen, hebben het financiële stelsel structureel versterkt en hebben banken weerbaarder gemaakt voor grote liquiditeitsschokken. Tegelijkertijd is het hierdoor voor banken kostbaarder geworden om handelsactiviteiten te ontplooien. Ook als gevolg van veranderingen in de bedrijfsmodellen, waardoor banken zich minder richten op handel in effecten, zullen *market making*-activiteiten waarschijnlijk niet terugkeren naar het niveau van vóór de crisis. Deze veranderingen zijn deels ingegeven door structurele hervormingen, zoals het verbod op of afscheiding van de handel voor eigen rekening van traditionele activiteiten (*Volcker Rule* in de VS; *Vickers* in het VK). Het vermogen van banken om markten te stabiliseren is als gevolg van deze structurele factoren waarschijnlijk blijvend verminderd.

Ook andere nieuwe regelgeving, zoals de nieuwe Europese regelgeving voor de internationale derivatenmarkt (EMIR), beïnvloedt de liquiditeit van markten. EMIR vereist onder andere dat standaard derivatencontracten afgewikkeld moeten worden bij zogenaamde centrale tegenpartijen (CCP's). Deze centralisatie vermindert de verwevenheid in het financiële stelsel en verbetert daarom de financiële stabiliteit; echter, om CCP's veilig te kunnen laten opereren moeten deelnemers structureel meer onderpand ter beschikking stellen dan voorheen. Dit verkleint de hoeveelheid vrijelijk verhandelbare vermogenstitels, met mogelijk negatieve gevolgen voor de diepte van de markten.

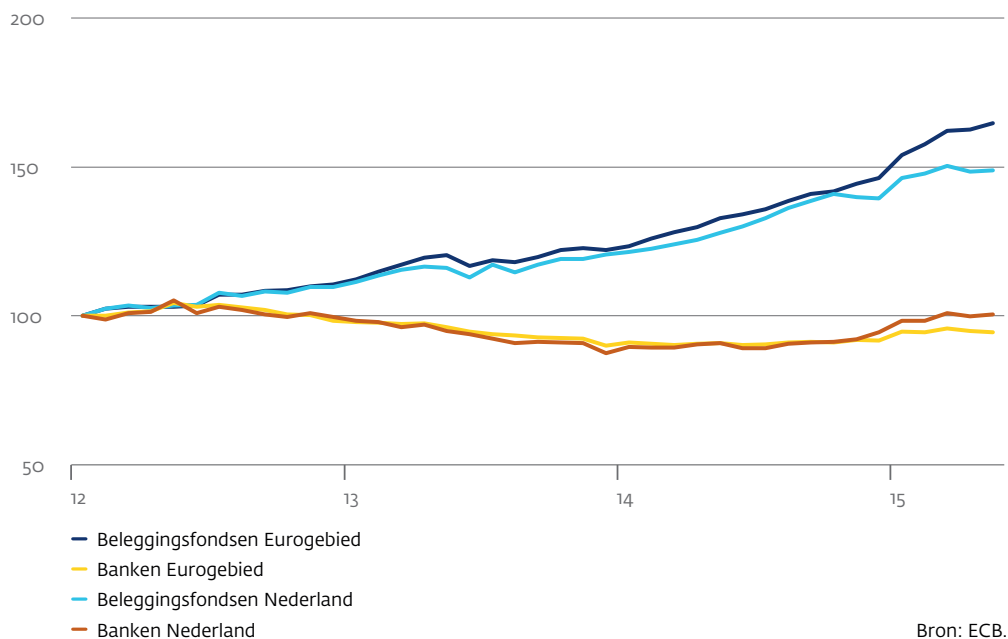
Mogelijk zijn ook de aankopen van staatsobligaties door centrale banken in het kader van kwantitatieve verruiming (QE) van invloed op de marktliquiditeit. Centrale banken kopen staatsobligaties op om de inflatie terug te brengen naar de doelstelling en de economie te ondersteunen, en daarmee uiteindelijk de financiële stabiliteit. Deze aankopen vergroten de geldhoeveelheid in de economie, maar verminderen de hoeveelheid staatsobligaties die vrijelijk beschikbaar is voor handel. Op korte termijn maakt het feit dat centrale banken als nieuwe koper op de markt zijn, het gemakkelijker voor verkopers om een tegenpartij te vinden. Dit reduceert het liquiditeitsrisico voor deze titels, wat banken kan stimuleren om grotere posities in te nemen en/of actiever als *market maker* op te treden. De aankopen van centrale banken kunnen echter op termijn leiden tot schaarste en een afname in marktliquiditeit.⁶

De afname in marktliquiditeit valt samen met een groeiende omvang van beleggingsfondsen, een ontwikkeling die ook in Nederland gaande is (grafiek 7). Voor een deel is de groei van deze sector terug te voeren op de waardeinstijging van hun beleggingen. Gecorrigeerd voor deze waarderings-effecten, schat de ECB dat de omvang van de beleggingsfondsen in het eurogebied met ruim 30% is gestegen ten opzichte van 2010. De invloed van beleggingsfondsen op financiële markten is groot, omdat deze sector een steeds groter aandeel van de

⁶ Om te voorkomen dat de aankopen van staatsobligaties door centrale banken tot schaarste van individuele titels leiden, is een *securities lending* programma opgezet, waarbij aangekochte obligaties beschikbaar worden gesteld voor effectenleentransacties.

Grafiek 7 - Forse groei van beleggingsinstellingen, terwijl bankensector nauwelijks groeit

Balanstotaal index jan.2012 =100.

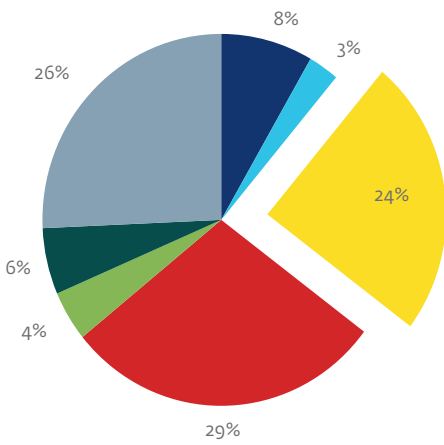


vermogenstitels aanhoudt. In het eerste kwartaal van 2015 hielden beleggingsfondsen uit het eurogebied bijvoorbeeld bijna een kwart van de in het eurogebied uitgegeven bedrijfsobligaties aan (grafiek 8). Het bedrijfsmodel van beleggingsfondsen is kwetsbaar voor opdrogende liquiditeit op financiële markten en kan ervoor zorgen de prijsaanpassingen op financiële markten verder worden vergroot in perioden van stress. Zogenaamde *open ended* fondsen bieden beleggers de mogelijkheid om hun beleggingen op korte termijn te liquideren. Wanneer beleggers ineens hun inleg teruggeisen, kan dit leiden tot gedwongen verkopen (*fire sales*) van vermogenstitels op illiquide markten. Hiermee wordt een reeds ingezette prijsaanpassing verder versterkt, wat vervolgens andere beleggers ertoe kan aanzetten hun inleg terug te vragen.

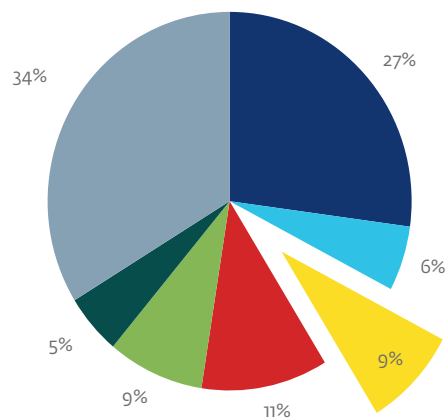
Grafiek 8 - Beleggingsfondsen uit het Eurogebied bezitten substantieel aandeel van de in het Eurogebied en Nederland uitgegeven bedrijfs- en bancaire obligaties

Aandeel houderschap naar sectoren in procenten van uitstaande effecten per 2015K1.

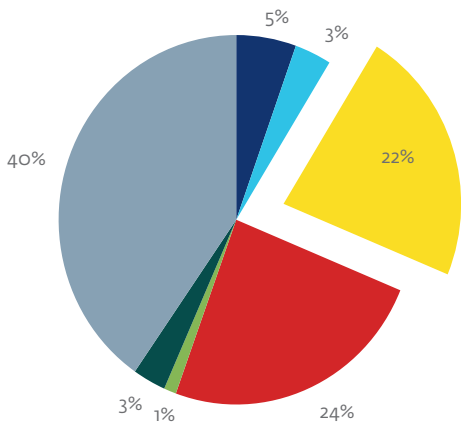
In Eurogebied uitgegeven bedrijfsobligaties



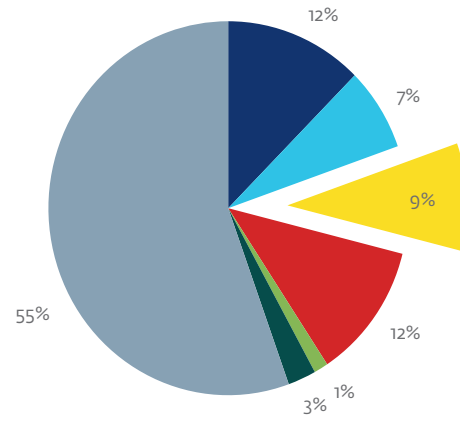
In Eurogebied uitgegeven bancaire obligaties



In Nederland uitgegeven bedrijfsobligaties



In Nederland uitgegeven bancaire obligaties



- Banken
- Geldmarktfondsen
- Beleggingsfondsen
- Pensioenfondsen en verzekeraars

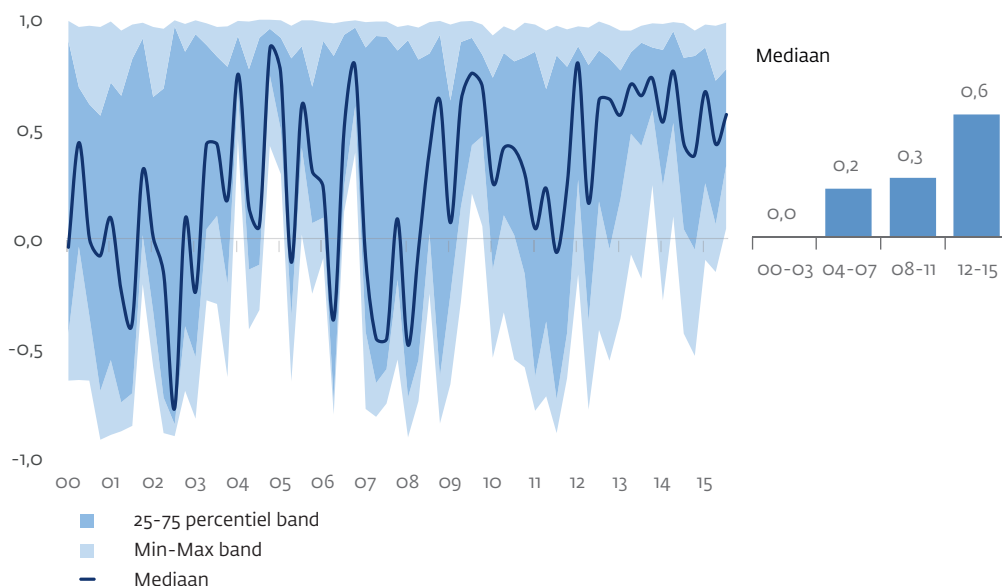
- Huishoudens
- Overige sectoren
- Aangehouden buiten het eurogebied

Bron: ECB-SHS.

Invloed op de financiële stabiliteit

Verminderde marktliquiditeit versterkt de volatiliteit op financiële markten en vergroot de kans op besmettingseffecten tussen financiële markten. Empirisch onderzoek van DNB laat zien dat minder liquide obligaties met een hogere bid-ask spread forsere prijsveranderingen lieten zien tijdens het Bund Tantrum dan meer liquide obligaties.⁷ Lagere marktliquiditeit vergroot bovendien de kans op besmettingseffecten tussen financiële markten.⁸ Dit betekent dat forse prijsdalingen op bijvoorbeeld minder liquide bedrijfsobligatiemarkten ook op andere financiële markten prijsdalingen teweeg kunnen brengen. De afgelopen jaren lijken de besmettingsrisico's tussen financiële markten te zijn toegenomen. Zo is sprake van een hogere correlatie tussen afzonderlijke financiële markten (grafiek 9).

Grafiek 9 - Grotere correlatie tussen vermogenstitels vergroot besmettingsrisico's tussen financiële markten



Bron: Datastream en eigen berekeningen.

Toelichting: Gemiddelde en spreiding van (3-maands voortschrijdende gemiddelden) correlaties, die paarsgewijs zijn berekend tussen 3 MSCI aandelen indices (Nederland, Eurogebied, Wereld) en 4 obligatiemarkt indices (Euro corporate, Euro High Yield, EMU government en Dutch 10+ goverment).

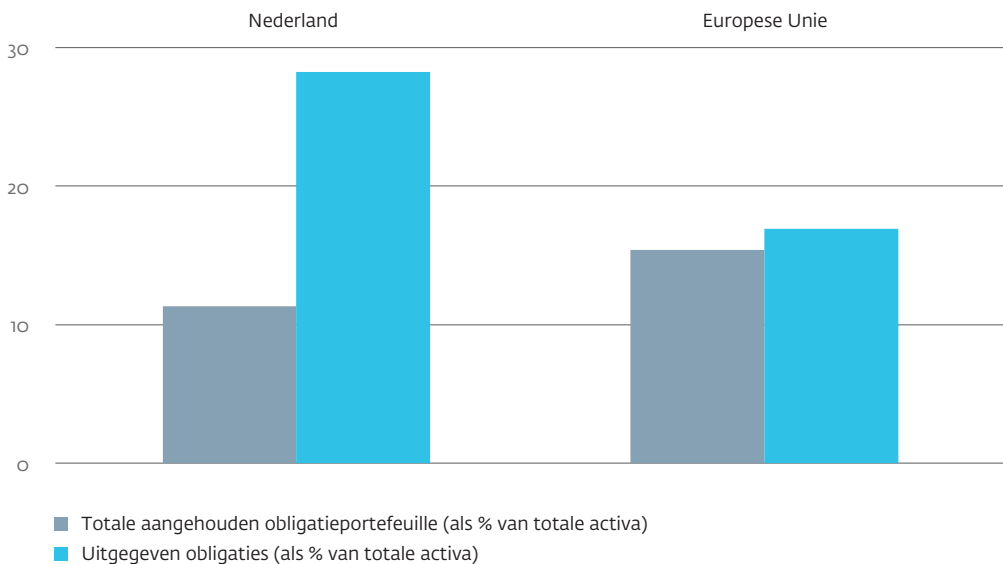
7 Steins Bisschop, Frost en Boermans (2015), nog niet gepubliceerd. De bevinding dat minder liquide vermogenstitels grotere prijscorrecties laten zien in perioden van marktstress wordt door verschillende studies bevestigd.

8 IMF, *Global Financial Stability Report*, april 2015.

Financiële instellingen kunnen aan beide kanten van de balans worden geraakt door deze marktschokken. Aan de activazijde hebben financiële instellingen directe beleggingen in aandelen en obligaties, waarop zij verliezen kunnen leiden. Voor Nederlandse banken zijn de directe uitzettingen op de financiële markten beperkt: slechts 12 procent van de totale activa van Nederlandse banken bestaat uit aandelen en obligaties. Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars hebben daarentegen wel aanzienlijke beleggingsportefeuilles. Financiële instellingen kunnen ook via de passivazijde geraakt worden door marktschokken. Deze kunnen immers leiden tot hogere financieringskosten wanneer zij zich herfinancieren of extra schuld aantrekken. Marktliquiditeit kan daarmee tot financieringsrisico's leiden.⁹ Dit kanaal is vooral voor banken relevant. Ondanks de sterke daling van het depositofinancieringsgat in de afgelopen jaren zijn Nederlandse banken nog steeds sterk afhankelijk van marktfinanciering (grafiek 10). Verzekeraars en pensioenfondsen trekken beperkt tot geen marktfinanciering aan.

Grafiek 10 - Nederlandse banken zijn relatief afhankelijk van marktfinanciering

Stand per eind 2014.



Bron: ECB, Consolidated Banking Statistics.

9 Onderzoek toont aan dat een relatie bestaat tussen marktliquiditeitsrisico en financieringsrisico: verminderde marktliquiditeit leidt tot een verslechtering in de financieringsliquiditeit, en omgekeerd (zie Brunnermeier en Pedersen (2009), 'Market liquidity and funding liquidity', *Review of Financial Studies*, vol. 22(6), pages 2201-2238).

24 Prijsbewegingen op financiële markten beïnvloeden ook de marktwaarde van derivatenposities. Dit kan tot extra marge- of onderpandverplichtingen leiden. Wanneer financiële instellingen onvoldoende liquide middelen hebben om aan extra marge- of onderpandverplichtingen te voldoen, zullen zij andere activa moeten verkopen; bij een negatieve prijsschok lijden zij hierdoor mogelijk verlies. Door toenemend gebruik van CCP's wordt dit risico belangrijker. Zij stellen relatief hogere onderpandverplichtingen ten opzichte van de bilaterale onderpandafspraken die marktpartijen onderling hanteerden vóór de hervorming van de derivatenmarkt. Na negatieve marktschokken moeten beleggers daardoor vaker aanvullend onderpand bijstorten.

Beleidsmaatregelen

Financiële instellingen zullen primair zelf, in hun risicomanagement, rekening moeten houden met verminderde liquiditeit en grotere volatiliteit op financiële markten. Financiële instellingen met grote beleggings- of derivatenportefeuilles kunnen forse verliezen lijden wanneer zij grote uitzettingen hebben op de getroffen markten. Instellingen kunnen zelf liquiditeitsstresstesten uitvoeren om de gevolgen van marktliquiditeit in kaart te brengen.

Vanuit een financiële-stabiliteitsperspectief is het vooral zorgelijk als de liquiditeit in verschillende markten tegelijkertijd en gedurende lange tijd opdroogt, en dit tot financieringsrisico's leidt. Een dergelijke liquiditeitscrisis zorgde in 2008 en 2009 op grote schaal voor problemen bij banken en andere financiële instellingen. Dit laat zien dat in een dergelijk scenario systeemrisico's ontstaan. Het gevaar van zo'n scenario is mogelijk groter geworden door de afgenomen marktliquiditeit en door de toegenomen correlatie tussen financiële markten.

Sinds de crisis bestaat veel meer aandacht voor een adequate beheersing van de financieringsrisico's door banken. Zo is regelgeving ingevoerd, waardoor banken minder afhankelijk zijn van korte termijn marktfinanciering en in tijden van stress niet direct in problemen komen. Onder Bazel III zijn internationale vereisten voor banken ontwikkeld die borgen dat banken over voldoende liquide activa beschikken om marktstress te doorstaan. Deze eisen worden de komende tijd gefaseerd ingevoerd. Zo is de *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) een vereiste geworden per 1 oktober 2015 en wordt per 2018 de *Net Stable Funding Ratio* (NSFR) ingevoerd.¹⁰ DNB heeft bepaald dat Nederlandse banken nu al moeten voldoen aan de uiteindelijke LCR-eis van

¹⁰ De LCR geeft de verhouding weer tussen de aanwezige liquiditeit en de vereiste liquiditeit over een horizon van dertig dagen. Volgens Europese vereisten moet de LCR minimaal 100% bedragen per januari 2018, maar kunnen lidstaten tijdens de infasering een hogere LCR vaststellen. De NSFR geeft de verhouding tussen de aanwezige langetermijnactiva en de vereiste stabiele lange termijn financiering. Banken moeten per 1 januari 2018 een NSFR van minimaal 100% hebben.

honderd procent.¹¹ Daarnaast heeft DNB al in 2011 banken verplicht een liquiditeitsplanning te maken (ILAAP), waarin zij uitwerken hoe zij omgaan met periodes van marktstress. Door middel van reguliere liquiditeitsstresstesten wordt bekeken of de liquiditeitsraamwerken van banken voldoen en of zij adequaat kunnen inspelen op een scherpe afname in marktliquiditeit.

In internationaal verband wordt onderzocht hoe beleggingsfondsen weerbaarder kunnen worden gemaakt voor acute marktstress. Beleggingsfondsen hebben reeds verschillende instrumenten om risico's te beheersen, en ook de regelgeving voor deze fondsen is aangescherpt.¹² Tegelijkertijd voedt de huidige lage rente omgeving de zoektocht naar rendement van beleggingsfondsen, waardoor de portefeuilles van sommige fondsen steeds vaker dan voorheen hoger renderende, maar minder liquide activa bevatten. Mede vanwege de sterke groei van de sector is de Financial Stability Board bezig om meer zicht te krijgen op hoe beleggingsfondsen acute marktstress zouden doorstaan en hoe zij minder kwetsbaar kunnen worden gemaakt voor een plotselinge uitstroom van toevertrouwde middelen.

¹¹ Zie <http://www.toezicht.dnb.nl/7/50-232882.jsp>

¹² Sinds 22 juli 2013 is de AIFM-richtlijn (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) geïntroduceerd; dit betreft een Europese richtlijn met geharmoniseerde regels waaraan beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen moeten voldoen. De ICBE-richtlijn (Instelling voor Collectieve Beleggingen in Effecten) is voor het laatst in 2011 herzien.

3 Commercieel vastgoed: kantoren- en winkelmarkt

Gemiddeld genomen stabiliseren de prijzen op de kantoren- en winkelmarkt. Deze ontwikkeling maskeert echter grote verschillen binnen deze markten: op aantrekkelijke locaties stijgen de prijzen, mede door de zoektocht naar rendement, maar op minder aantrekkelijke locaties blijven de prijzen achter. De vooruitzichten voor de kantoren- en winkelmarkt blijven ongunstig: een afname van het ruimtegebruik per kantoormedewerker en een toename van internetverkoop kunnen de vraag naar kantoren en winkels verder onder druk zetten. Hoewel banken sinds de balansonderzoeken naar commercieel vastgoed minder kwetsbaar zijn geworden voor verliezen, kunnen deze trends leiden tot de opbouw van nieuwe risico's.

27

De recente crisis heeft aangetoond dat systeemrelevante financiële instellingen in de problemen kunnen komen wanneer zij grote verliezen lijden op commercieel vastgoed. De afgelopen jaren is in nationaal en Europees verband door toezichthouders dan ook veel aandacht besteed aan dit type vastgoed. Zo constateerden DNB en AFM dat de kwaliteit van taxaties van dit vastgoed te wensen overliet. DNB, AFM en de sector hebben mede daarom bekeken hoe taxaties verbeterd kunnen worden. Dit overleg resulteerde onder andere in 28 aanbevelingen van het Platform Taxateurs en Accountants (PTA) om te komen tot betere taxaties. Dit jaar zijn deze aanbevelingen grotendeels vertaald naar beroeps- en gedragsregels. Het fundament voor betere waarderingen lijkt hiermee gelegd; de praktijk moet nu volgen. Daarnaast voerde DNB in 2013 een balansonderzoek (asset quality review) naar commercieel vastgoed uit waarbij de leningportefeuilles van Nederlandse banken gedetailleerd zijn onderzocht. Daarbij is de waarde van onderpanden herzien en is een stress-scenario doorgerekend. De uitkomsten waren aanleiding voor aanpassing van voorzieningen en aanvullende kapitaaleisen van ruim 650 miljoen euro. Het daarop volgende ECB-balansonderzoek en de Europese stresstest in 2014 onderschreven de bevindingen van het DNB-balansonderzoek naar commercieel vastgoed.

De balansonderzoeken hebben banken minder kwetsbaar gemaakt voor verliezen op commercieel vastgoed. De commercieel vastgoedmarkt wordt sterk beïnvloed door de ontwikkeling van structurele trends als efficiënter ruimtegebruik en de groei van internetverkoop. Dit hoofdstuk blikt daarom, aan de hand van scenario-analyses, vooruit op de gevolgen van deze structurele trends voor de kantoren- en winkelmarkt in Nederland.

Huidige marktsituatie

Gemiddeld genomen stabiliseren momenteel de prijzen op de kantoren- en winkelmarkt (grafiek 11). Deze gemiddelde prijsontwikkeling maskeert echter grote verschillen binnen deze markten. Op zogenoemde A-locaties (zoals de Amsterdamse Zuidas) stijgen de prijzen sterk, zeker op de kantorenmarkt. A-locaties beslaan echter maar circa 5 à 10 procent van de markt; het kantooroppervlak op secundaire B- en C-locaties is veel groter. Juist op deze locaties is veelal sprake van prijsdalingen.

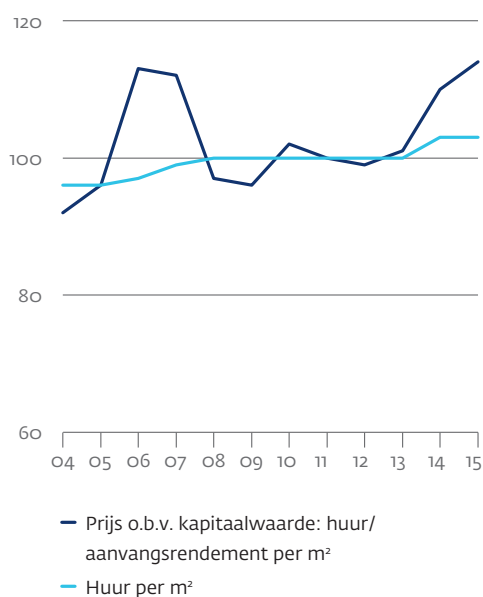
Grafiek 11 - Prijzen stabiliseren; in Amsterdam stijgen prijzen

Index 2011=100.

Prijzontwikkeling Nederland



Ontwikkeling Amsterdamse kantorenmarkt



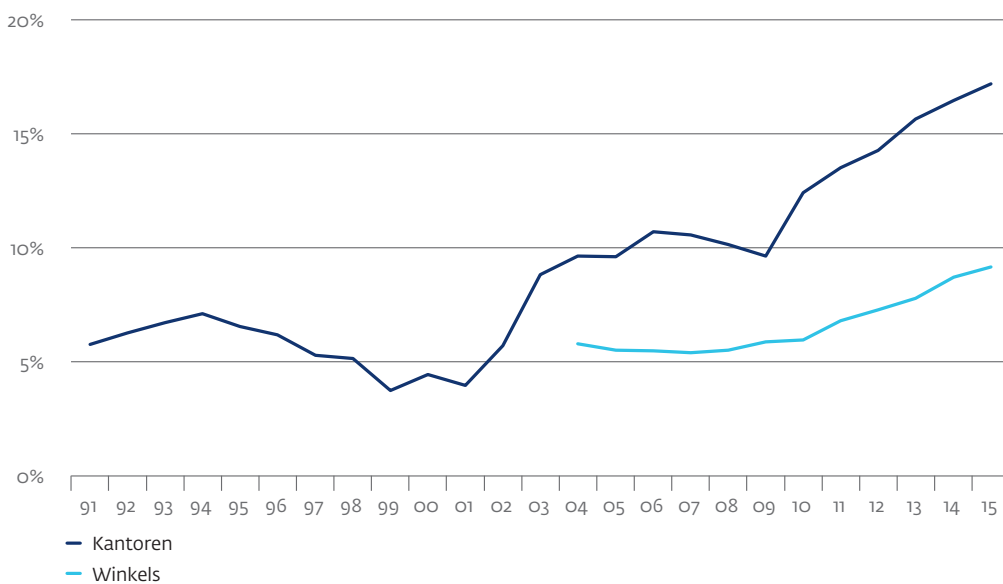
Bron: MSCI en Jones Lang LaSalle.

De prijsontwikkeling is bepaald aan de hand van een steekproef van de kantoren- en winkelmarkt. Dit is exemplarisch voor cijfers over de commercieelvastgoedmarkt: deze dekken vaak maar een beperkt deel van de markt, waarbij data over A-locaties het ruimst voorhanden zijn. Om een beter beeld te krijgen van de ontwikkelingen en de risico's op de commercieel-vastgoedmarkt is het van belang dat meer en betere data beschikbaar komen.

De huren op A-locaties, zoals de Amsterdamse kantorenmarkt, zijn de afgelopen jaren nauwelijks meegestegen met de prijzen (grafiek 11 rechterpaneel), wat betekent dat de rendementen dalen. Dit komt deels doordat commercieel vastgoed aantrekkelijker is geworden voor buitenlandse beleggers als gevolg van de zoektocht naar rendement (zie hoofdstuk 1 en OFS najaar 2014). In Londen en Parijs was al sprake van sterke prijsstijgingen door een toenemende interesse van beleggers. Amsterdam lijkt nu te volgen: de prijzen op de kantorenmarkt liggen daar alweer boven de piek van 2007. De risico's van deze ontwikkeling voor Nederlandse financiële instellingen lijken beperkt: recente beleggingen op A-locaties worden meer dan voor de crisis gefinancierd met (buitenlands) eigen vermogen.

Grafiek 12 - Stijging van de leegstand illustreert de invloed van structurele trends

Leegstand in procenten totale voorraad.



Bron: Planbureau voor de Leefomgeving.

In tegenstelling tot A-locaties kennen B- en C-locaties in de kantoren- en winkelmarkt een toenemende leegstand en veelal dalende prijzen. De gemiddelde leegstand is momenteel circa 17% in de kantorenmarkt en circa 9% in de winkelmarkt (grafiek 12). Op sommige B- en C-locaties lopen leegstandspersentages echter op tot 40% voor kantoren en 20% voor winkels. De kantorenmarkt kent bovendien verborgen leegstand, die niet in deze officiële leegstandscijfers tot uitdrukking komt. Het gaat daarbij vooral om panden waarop nog wel een huurcontract rust, maar die niet meer of slechts gedeeltelijk in gebruik zijn. Schattingen van verborgen leegstand in de markt variëren tussen 5% en 15% van de voorraad.¹³ De totale leegstand in de kantorenmarkt komt daarmee op circa 20% tot 30%.

Structurele veranderingen zijn een belangrijke oorzaak van de toenemende leegstand. Sinds de jaren negentig is de voorraad kantoren sterk gegroeid tot circa 50 miljoen m². De groei is het gevolg van grootschalige nieuwbouw (grafiek 13). Tegelijkertijd is de vraag naar kantoren de laatste vijftien jaar nagenoeg gelijk gebleven, met als gevolg dat de leegstand al vijftien jaar stijgt. De stijging van de leegstand bij winkelvastgoed is recenter ingezet en hangt vooral samen met een dalende vraag naar winkelruimte; de voorraad is met 30 miljoen m²

¹³ Geophy (2015). Groot en groeiend structureel overschot kantorenmarkt; Colliers International (2015). 10% verborgen leegstand in de kantorenmarkt.

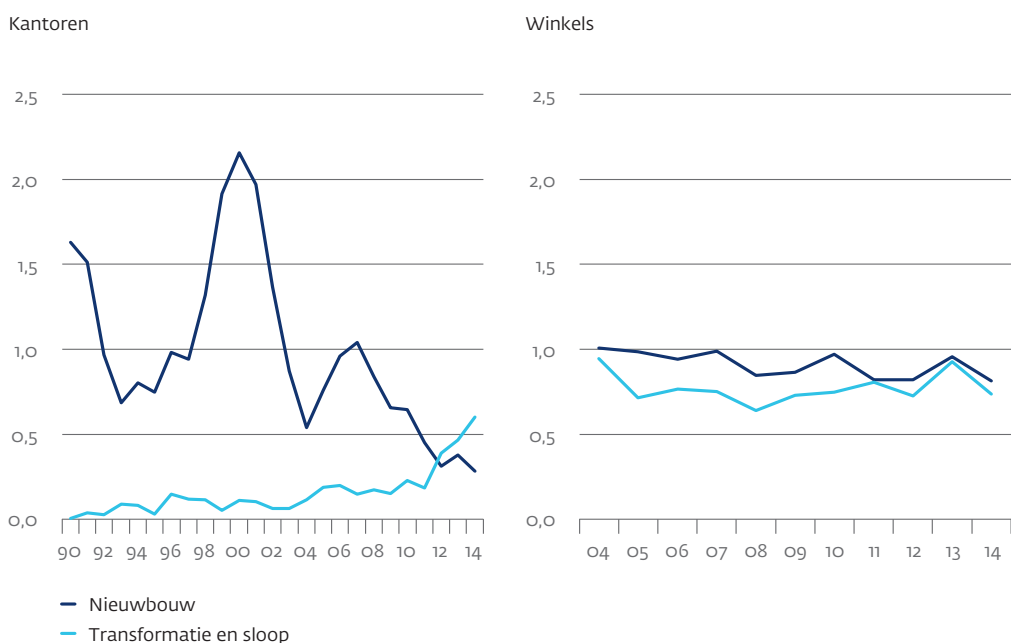
30 de afgelopen jaren nagenoeg constant gebleven. Naast de terugval in de consumptie sinds de crisis, is de vraagdaling ook toe te schrijven aan structurele ontwikkelingen zoals bevolkingskrimp in perifere regio's en een toename van internetverkoop.

Scenario-analyses

Trends als efficiënter ruimtegebruik en de groei van internetwinkelen zullen zich naar verwachting doorzetten en de vraag naar vastgoed verminderen. Om enig inzicht te krijgen in de mogelijke impact van deze trends heeft DNB scenario-analyses laten uitvoeren voor de periode tot 2030. Deze scenario's zijn doorgerekend met behulp van een model en een dataset die het overgrote deel van de Nederlandse kantoren- en winkelmarkt dekt.¹⁴ De ontwikkeling van macro-economische variabelen zoals het bbp, de consumptie, de beroepsbevolking, de participatiegraad en de werkloosheid zijn ontleend aan recente DNB-ramingen. De demografische ontwikkeling is gebaseerd op CBS-projecties. Vanzelfsprekend zijn de

Grafiek 13 - Sterke groei kantorenavoorraad; winkelvoorraad stabiel

Nieuwbouw, transformatie en sloop in miljoen m².



Bron: Planbureau voor de Leefomgeving.

¹⁴ Voor een toelichting op het model en een interactieve weergave zie <http://dashboard.geophy.com/onderzoek/structureel-overschot-kantorenmarkt-kaartweergave> en <http://dashboard.geophy.com/onderzoek/overschot-retail-kaartweergave>

uitkomsten van de analyses gevoelig voor het gehanteerde model en de onderliggende veronderstellingen.

De bepalende factor voor de vraagontwikkeling op de kantorenmarkt is het ruimtegebruik per kantoormedewerker. Dit ruimtegebruik daalt al jaren. Uitgaande van een huidig ruimtegebruik van 16 m², leidt een verdere daling van het ruimtegebruik naar 14 m² in 2030 tot een stijging van de leegstand met 7 procentpunt. Dit basisscenario is echter relatief gematigd, aangezien nieuwe contracten voor grotere oppervlakten momenteel al een ruimtegebruik per medewerker kennen van 10 tot 12 m². In een alternatief scenario, waarin 12 m² per kantoormedewerker de standaard wordt in 2030, neemt de leegstand toe met circa 15 procentpunt. De leegstand op B- en C-kantoorlocaties in de Randstad is het hoogst (figuur 1).

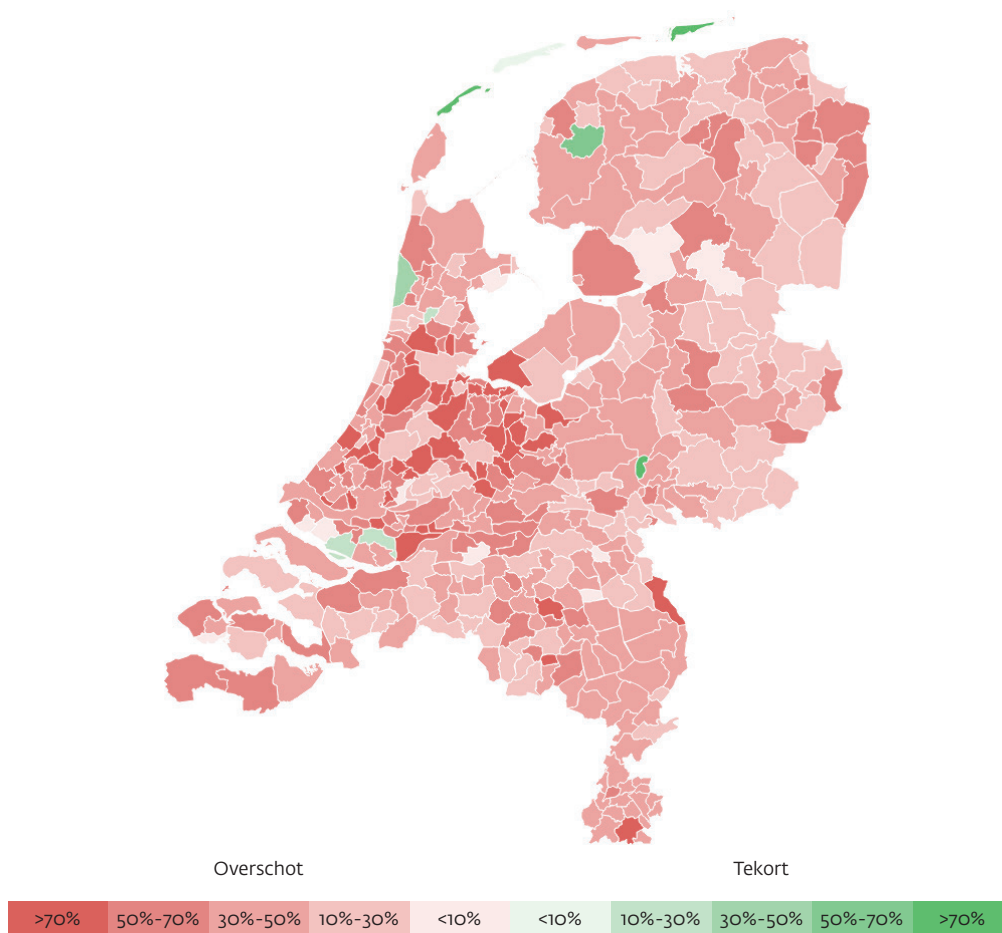
Voor de vraagontwikkeling op de winkelmarkt is de toenemende populariteit van internetverkoop een belangrijke factor. Momenteel bedraagt het percentage internetverkoop in de detailhandel circa 10%. In lijn met de verwachting van experts stijgt dit percentage in het basisscenario naar 25% in 2030. Tegelijkertijd stijgt ook de consumptie in het basisscenario, waardoor de totale omzet in de detailhandel toeneemt. Deze toename komt vooral op het conto van internetverkoop: de omzet in de traditionele detailhandel (niet via internet) stijgt beperkt. Op nationaal niveau sluit de huidige winkelvoorraad daarmee aan bij de omzetonwikkeling. Op lokaal niveau is dit beeld anders: bijna de helft van de winkeliers krijgt te maken met een omzetsdaling. De toename van internetverkoop gaat naar verwachting namelijk gepaard met een verdere concentratie van traditionele winkelverkoop in hoofdstraten en grote winkelcentra, die zich vooral in grotere steden bevinden. Behalve internetverkoop verklaren ook regionale verschillen in bevolkingsontwikkeling deze heterogene ontwikkeling: de grotere steden groeien harder (figuur 2). Het gehanteerde percentage internetverkoop van 25% is met veel onzekerheid omgeven; in een extremer scenario zouden internetverkoop kunnen stijgen naar 40% in 2030. In dat geval daalt ook op landelijk niveau de omzet in de traditionele detailhandel met ruim 15%, en krijgen vrijwel alle traditionele winkeliers te maken met een omzetsdaling.

De lokale omzetsdaling van traditionele winkelverkoop zal zich naar verwachting doorvertalen in een toename van de leegstand. De precieze impact is echter niet te bepalen, aangezien de relatie tussen een omzetsdaling en leegstand niet eenduidig is. Een daling van de omzet kan namelijk ook betekenen dat winkeliers besluiten in de kosten te snijden, waardoor het huidige ruimtegebruik in stand kan blijven. Daarnaast verkoopt de traditionele detailhandel ook steeds vaker producten via internet. Als deze producten worden opgehaald in de winkel is hiervoor ook enige winkelruimte nodig, wat de impact op winkelleegstand beperkt.

De scenario's veronderstellen dat de voorraad en de huren van kantoren en winkels gelijk blijven. In reactie op de toenemende leegstand ligt het echter voor de hand dat het aanbod van kantoren en winkels daalt. Op de kantorenmarkt is deze ontwikkeling recent ingezet: sloop en transformatie van kantoren naar woningen of hotels overstijgen reeds de nieuwbouw (grafiek 13).

Figuur 1 - De kantorenleegstand neemt toe en concentreert zich in de Randstad

Leegstand in 2030 bij een ruimtegebruik van 14 m² per medewerker.



Bron: Geophy.

Een daling van het aanbod kan de toename van de leegstand tegengaan, waardoor een evenwichtigere markt ontstaat.

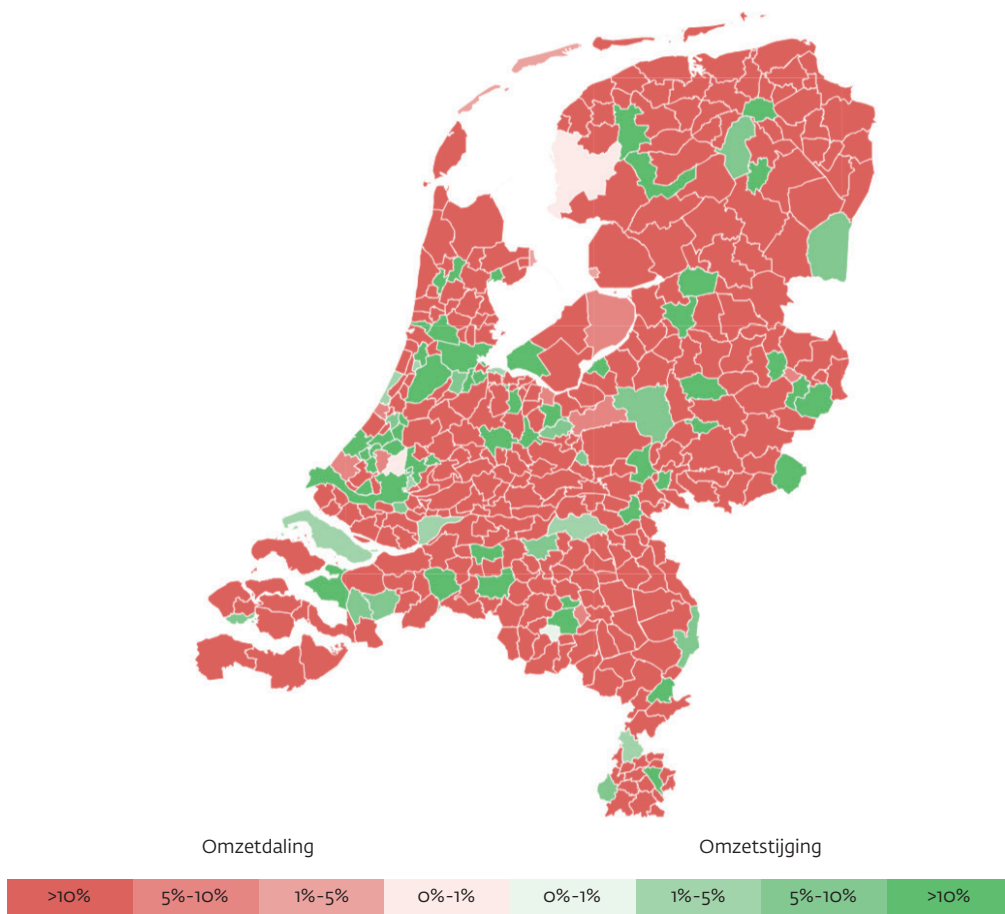
Transformatie alleen is niet voldoende om een toename van de leegstand te voorkomen. Sloop is ook noodzakelijk, omdat niet alle panden goed te transformeren zijn. Het transformatiepotentieel wordt bepaald door locatie, kwaliteit en grootte van panden. Zo liggen kantoren vaak op locaties die niet aantrekkelijk zijn voor transformatie naar woningen of hotels, zoals bedrijventerreinen. Deloitte en Geophy schatten de transformatiepotentie van kantoren op circa 35% à 40%, waarbij zij deze beperkingen in ogenschouw nemen.¹⁵ Transformatie van

¹⁵ Deloitte (2015). Een derde van lege kantoren kan getransformeerd worden naar woningen; Geophy (2015). Kansrijk versus kansloos.

Figuur 2 - Omzet in de traditionele detailhandel stijgt in grote steden en daalt in de periferie

33

Omzetontwikkeling in de traditionele detailhandel in 2030 ten opzichte van 2015 in een scenario met 25% internetverkopen.



Bron: Geophy.

winkels naar woningen is het meest kansrijk in middelgrote steden. In vergrijzende regio's is het transformatiepotentieel kleiner, omdat daar de vraag naar woningen afneemt. Eigenaren van vastgoed zullen vaak verlies moeten nemen bij transformatie: de huidige boekwaarde van vastgoed is meestal hoger dan de waarde na transformatie of sloop.

Naast aanpassingen in het aanbod, zal ook de huur zich aanpassen in reactie op de toenemende leegstand. Deze ontwikkeling is al gaande: in de afgelopen 4 jaar zijn huren in de kantoren- en winkelmarkt met zo'n 10% à 15% gedaald. Huurprijzdalingen kunnen de verhuurbaarheid van panden verbeteren en de leegstandsstijging beperken, maar resulteren vaak wel in waardedalingen en verliezen voor vastgoedeigenaren.

Invloed op de financiële stabiliteit

De toenemende leegstand en huurprijsdalingen kunnen tot aanzienlijke verliezen leiden voor vastgoedeigenaars, en in tweede instantie ook voor de financiers ervan. De heterogeniteit in de leegstandsontwikkeling leidt daarbij ook tot heterogeniteit in verliezen; verliezen zullen zich concentreren zich op locaties waar de vraag naar vastgoed sterk afneemt. Vastgoedfinanciers met portefeuilles die zich concentreren op B- en vooral C-locaties zijn daardoor het meest kwetsbaar.

Verzekeraars en pensioenfondsen hebben vaak commercieel vastgoed in eigen bezit. De uitzettingen van verzekeraars en pensioenfondsen lijken echter geen risico voor de financiële stabiliteit te vormen, aangezien hun beleggingen in Nederlands commercieel vastgoed relatief beperkt zijn, respectievelijk EUR 5 en 25 mrd. Daarnaast beleggen de meeste verzekeraars en pensioenfondsen in een relatief gediversificeerde portefeuille.

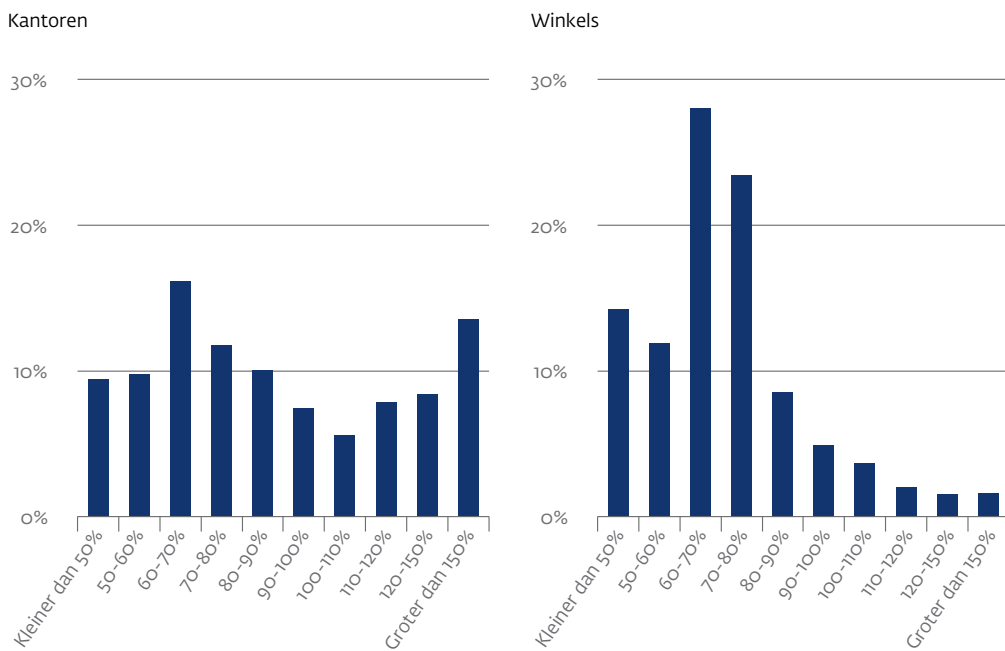
Banken verstrekken leningen aan vastgoedeigenaren. Ondanks het feit dat nog altijd een vijfde van deze leningen zich in het bijzonder beheer bevindt, zijn banken momenteel minder kwetsbaar voor ontwikkelingen op de commercieelvastgoedmarkt dan een paar jaar geleden. Ten eerste hebben zij hun voorzieningen en kapitaal aangepast naar aanleiding van de balansonderzoeken. Daarnaast hebben zij portefeuilles afgestoten, vooral slecht presterende. Per saldo laten DNB-cijfers zien dat hun uitzettingen op Nederlands commercieel vastgoed de afgelopen anderhalf jaar met ruim 10% zijn afgenomen.

De geschetste structurele trends kunnen echter leiden tot de opbouw van nieuwe kredietrisico's voor banken. De financiële stabiliteit kan hierbij geraakt worden omdat banken, ondanks de recente afbouw van hun vastgoedportefeuilles, nog altijd een grote blootstelling op Nederlands commercieel vastgoed hebben. In totaal gaat het om EUR 68 mrd aan verstrekte leningen (67% van hun kernkapitaal). Hiervan staat EUR 16 mrd uit op de kantorenmarkt en EUR 18 mrd op de winkelmarkt. Bovendien zijn deze vastgoedleningen relatief risicovol: het onderpand voor deze leningen staat grotendeels op B- en C-locaties. Wanneer vastgoedprijzen daar verder dalen, stijgt zowel de kans dat vastgoedpartijen onder water komen te staan als het risico dat zij door tegenvallende huuropbrengsten niet aan hun financiële verplichtingen kunnen voldoen. De heterogeniteit van de markt vergroot bovendien de kans dat banken aanzienlijke verliezen lijden op slecht presterende leningen, die ze niet kunnen compenseren met winsten op goed presterende leningen: als financiers delen zij namelijk niet mee in eventuele prijsstijgingen op goede locaties.

Banken lijken daarbij meer risico te lopen op hun uitzettingen op kantorenvastgoed dan op winkelvastgoed. Op dit moment heeft 43% van alle leningen gerelateerd aan de kantorenmarkt een LTV-ratio (loan-to-value) boven de 90%, dit percentage ligt in de winkelmarkt beduidend lager met 14% (grafiek 14). De LTV-ratio's kunnen in beide markten verder toenemen door de verwachte prijsdalingen. Het grotere risico op de kantorenmarkt volgt ook uit de resterende

Grafiek 14 - De LTV's bij kantoren zijn hoger dan bij winkels

Commercieel vastgoedleningen Nederlandse grootbanken naar LTV-klasse.



Bron: DNB.

looptijd van huurcontracten: een langere resterende looptijd geeft meer zekerheid over toekomstige huurinkomsten. Op de kantorenmarkt loopt 65% van de huurcontracten voor 2020 af, in de winkelmarkt is dit 47%. Een kanttekening hierbij is dat er ook tussentijdse heronderhandelingen over de huren kunnen plaatsvinden; de recente gesprekken over huurverlaging voor V&D zijn hiervan een voorbeeld.

Beleidsconclusies

Momenteel stabiliseren de prijzen op de kantoren- en winkelmarkt, mede door de zoektocht naar rendement. De structurele vooruitzichten zijn echter ongunstig. Een afnemend ruimtegebruik per medewerker en een toename van internetverkopen zullen naar verwachting leiden tot verdere vraag- en prijsdalingen op de kantoren- en winkelmarkt. De scenario-analyses laten zien dat de impact van deze trends potentieel groot is, en sterk locatie-afhankelijk. Hierdoor kan het steeds vaker voorkomen dat prijsstijgingen op A-locaties samen gaan met prijsdalingen op B- en C-locaties. Deze heterogene impact leidt er toe dat vooral financiële instellingen met een sterke concentratie op B- en C-locaties kwetsbaar zijn.

36

Voor de financiële stabiliteit zijn vooral de uitzettingen van banken op kantoren- en winkelvastgoed van belang. De afgelopen tijd is de weerbaarheid van banken ten aanzien van kredietrisico's op commercieel vastgoed vergroot door de verbetering van voorzieningen en meer kapitaal, en de afbouw van portefeuilles. De geschetste structurele trends kunnen echter leiden tot de opbouw van nieuwe risico's. Banken lijken daarbij kwetsbaarder voor ontwikkelingen op de kantorenmarkt dan op de winkelmarkt.

Voortzetting van het ingezette beleid om taxaties te verbeteren is een noodzakelijke, maar niet voldoende voorwaarde om tot prudente vastgoedwaarderingen bij financiële instellingen te komen. Taxaties zijn namelijk gericht op het bepalen van de actuele marktwaarde: de waarde waartegen vastgoed op het moment van taxatie in de markt verhandeld kan worden. Gegeven de relatief lange financieringslooptijd van vijf à tien jaar is het van belang dat taxateurs en banken de geschetste structurele trends goed in ogenschouw nemen bij de waardering van vastgoed. Daarnaast dienen financiële instellingen in hun risicomanagement voldoende rekening te houden met de toenemende regionale heterogeniteit binnen de kantoren- en winkelmarkt.

4 Preferente behandeling staatsschuld

Uitzettingen op overheden genieten een voorkeursbehandeling in de toezichtregelgeving voor banken. Dit versterkt de verwevenheid tussen overheden en banken, ondermijnt de marktdiscipline en daarmee de financiële stabiliteit. Het uitfaseren van deze voorkeursbehandeling op mondiaal en Europees niveau zou de financiële stabiliteit bevorderen. Daarbij is een voldoende lange transitieperiode gewenst om schokken te voorkomen.

Staatsschuld geniet een voorkeursbehandeling in de toezichtregelgeving. Van mondiale afspraken (zoals Bazel III) en Europese toezichtregels gaat een prikkel uit voor banken om staatsschuld aan te houden. Vaak wordt staatsschuld zelfs expliciet uitgezonderd van prudentiële regels. Zo geldt voor banken in de EU en in veel andere landen geen kapitaaleis voor uitzettingen op overheden in de binnenlandse valuta. En waar banken hun uitzettingen op private debiteuren moeten beperken tot 25% van hun eigen vermogen, bestaan geen limieten voor uitzettingen op overheden. De meeste staatsobligaties worden daarnaast als liquide activa aangemerkt in de liquiditeitsregelgeving. In de monetaire operaties van het Eurosysteem en andere centrale banken worden veelal lagere afslagen (*haircuts*) toegepast op onderpand in de vorm van staatsschuld dan op andere activa. Tabel 3 geeft een overzicht van de belangrijkste voorbeelden van de voorkeursbehandeling van staatsschuld in regelgeving voor banken.

Veel regels zijn gebaseerd op de aanname dat staatsschuld risicovrij is. De herstructureringen van de staatsschuld in onder andere Griekenland, Oekraïne en Puerto Rico en de onrust op de markten tijdens de Europese schulden crisis tonen aan dat deze aanname onterecht is. Zo leidde de herstructurering van Griekse staatsschuld in 2012 tot forse verliezen voor Griekse én Cypriotische banken. Deze banken moesten vervolgens door de overheid geherkapitaliseerd worden. Voorts wordt staatsschuld vaak als bijzonder liquide beschouwd. Ook in de markt voor staatsobligaties kan de liquiditeit echter plotseling opdrogen (hoofdstuk 2). Daarnaast ligt een belangenconflict ten grondslag aan deze regels: overheden stellen de prudentiële regels op, en kunnen deze zo vormgeven dat de financiële sector de overheid tegen lage kosten financiert.

Toezichthouders kunnen uiteraard additionele eisen opleggen aan instellingen. Zo heeft de ECB al in SSM-verband eisen gesteld aan het houderschap van kortlopende staatsschuld door de Griekse banken. Daarnaast houden veel banken (ook in Nederland) wel degelijk kapitaal aan voor uitzettingen op sommige overheden. Ook de (ongewogen) *leverage*-ratio-eis zorgt er de facto voor dat banken tot op zekere hoogte kapitaal aanhouden voor blootstellingen aan overheden. Maar uit de sterke concentraties van de bankensector op de eigen overheid in veel Europese landen, blijkt dat banken nog steeds veelvuldig gebruik maken van de ruimte binnen de bestaande regels, en dat toezichthouders hier veelal weinig tegen doen.

Regelgeving heeft zelfs bijgedragen aan een recente toename van concentraties van banken op de eigen overheid. Na de invoering van de euro hebben banken hun uitzettingen op de eigen overheid in eerste instantie teruggebracht. Ze vervingen staatsobligaties van de eigen overheid

Tabel 3: Voorkeursbehandeling van staatsschuld in de regelgeving voor banken

Raamwerk voor banken	Beschrijving
- Kapitaalraamwerk	CRD IV: Banken mogen risicogewichten van 0% toepassen voor uitzettingen op de overheid in lokale valuta in de standaardbenadering én (via "permanent partieel gebruik") in de interne modellenbenadering CRD IV: uitgestelde belastingvorderingen mogen tot 2019 als kapitaal geteld worden
- Liquiditeitsraamwerk	CRD IV: Staatsobligaties gelden als liquide activa van hoge kwaliteit, met afslag van 0%, en zijn uitgezonderd van diversificatievereisten in liquiditeitsbuffers (LCR en NSFR)
- Concentratielimieten	CRD IV: Overheden worden expliciet uitgezonderd van concentratielimieten in de grote postenregeling
- Monetaire operaties	Eurostelsysteem: op staatsobligaties als onderpand worden lagere afslagen vereist dan op andere activa
- Structurele bankhervorming	EU-voorstel: handel in staatsobligaties is expliciet uitgezonderd van de eisen voor scheiding van handelsactiviteiten
Overige relevante raamwerken	
- <i>Securities financing</i> -transacties	FSB-raamwerk voor numerieke afslagvloeren: staatsobligaties als onderpand zijn expliciet uitgezonderd van afslagvloeren (<i>haircuts</i>)
- Financiële transactiebelasting	EU-voorstel: staatsobligaties worden expliciet uitgezonderd van de belasting

CRD IV = Capital Requirements Directive IV (EU-kapitaalrichtlijn voor banken),

LCR = liquidity coverage ratio (kortetermijn-liquiditeitseis voor banken),

NSFR = Net Stable Funding Ratio (langetermijn-liquiditeitseis voor banken),

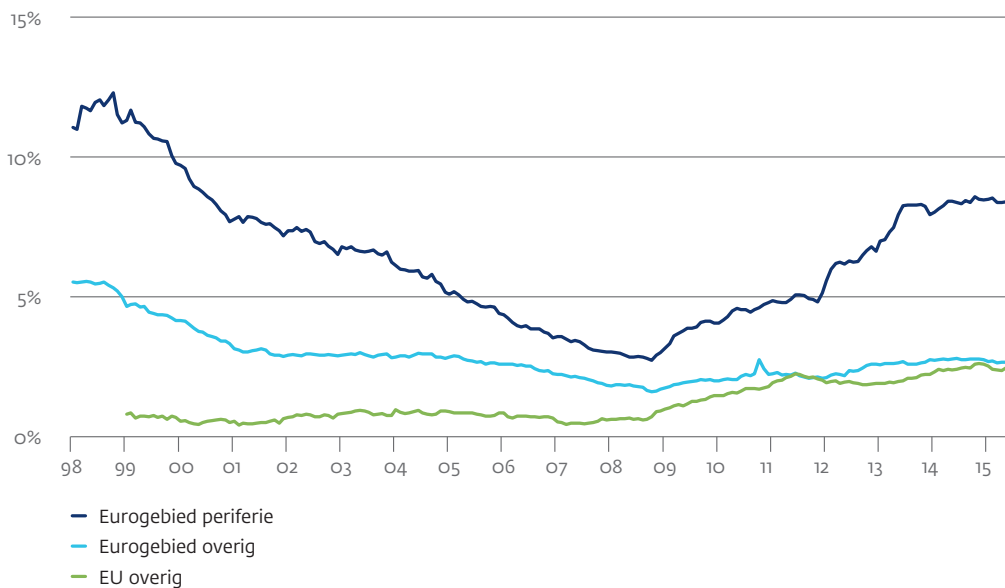
FSB = Financial Stability Board (mondiaal orgaan voor de financiële stabiliteit).

door activa van private partijen en staatsobligaties van andere eurolanden. Maar sinds de crisis zijn de uitzettingen op de eigen overheid weer sterk gestegen, vooral in de periferie van het eurogebied (grafiek 15). De verschuiving is deels toe te schrijven aan een lage vraag naar krediet tijdens de crisis.¹⁶ Voorts bestaat de mogelijkheid om staatsobligaties als onderpand bij het Eurostelsysteem te gebruiken om financiering tegen een lage rente aan te trekken en daarmee

¹⁶ Christian Castro en Javier Mencía (2014), 'Sovereign Risk and Financial Stability,' *Estabilidad Financiera*, 26: 73-108.

Grafiek 15 - Concentratie van EU-banken op de eigen overheid neemt weer toe

Procenten van de bankbalans.



Bron: ECB en berekeningen DNB.

Toelichting: Cijfers betreffen het binnenlands bedrijf van banken.

Eurogebied periferie: Cyprus, Griekenland, Ierland, Italië, Portugal en Spanje.

Eurogebied overig: België, Duitsland, Estland, Finland, Frankrijk, Kroatië, Letland, Litouwen, Luxemburg, Malta, Nederland, Oostenrijk, Slovenië en Slowakije.

EU Overig: Bulgarije, Denemarken, Hongarije, Polen, Roemenië, Tsjechië, het Verenigd Koninkrijk en Zweden.

méer van dezelfde staatsobligaties (met een hogere rente) te kopen (zogenoeten 'carry trades').¹⁷

Op deze manier kan veel hefboomfinanciering worden opgebouwd in het financiële stelsel.

Ten slotte bestaat het gevaar dat banken met een reeds overmatige concentratie op de overheid de risico's van additionele staatsobligaties niet meenemen in hun besluitvorming, omdat de bank bij het faillissement van de overheid toch al failliet zou zijn.

¹⁷ Viral V. Acharya en Sascha Steffen (2013), 'The "Greatest" Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks,' NBER Working Paper No. 19039.

Invloed op de financiële stabiliteit

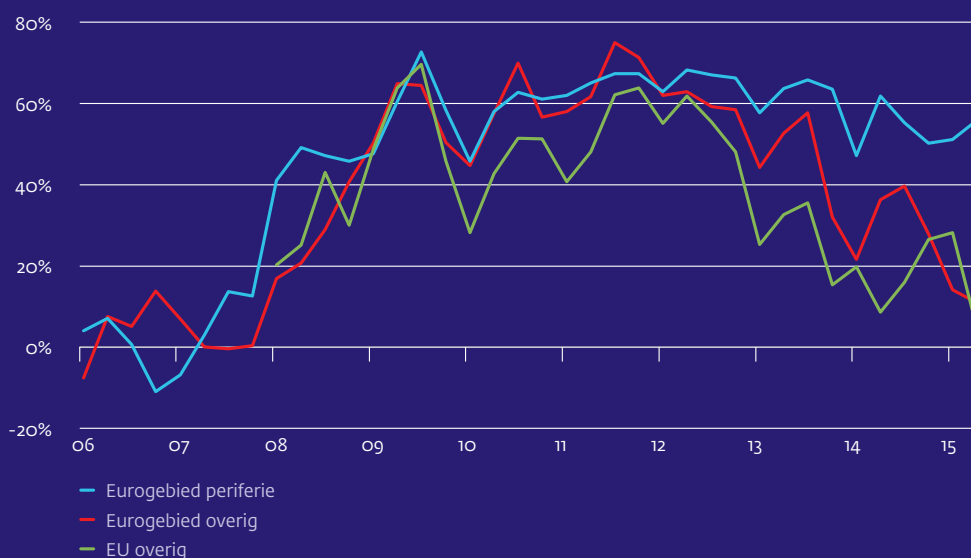
De voorkeursbehandeling van staatsschuld leidt tot verkeerde prikkels en een aantal systeemrisico's. Ten eerste versterkt zij de verwevenheid tussen overheden en banken. Dit schaadt de solvabiliteit van zowel overheden als banken en was een belangrijke drijfveer van de Europese schuldencrisis. Empirische analyse laat zien dat het aanhouden van staatsschuld door banken sterk samenhangt met de hoge correlaties tussen de risicopremies van overheden en banken (box 1). Dit vergroot de impact van schokken op de overheid voor de bankensector.

Box 1: de gevaarlijke tango tussen banken en overheden

Sinds 2008 stijgt de correlatie tussen de risicopremies van Europese banken en overheden. Deze samenhang (grafiek 16) is een maatstaf voor de perceptie in de markt van de verstrengeling tussen banken en overheden. Tijdens de Europese schuldencrisis in 2011 steeg de correlatie in veel EU-landen tot boven de 60%. Voor perifere eurolanden is deze

Grafiek 16 - Correlatie CDS-premies EU-overheden en banken is in de crisis gestegen

Spearman-correlatie in procenten.



Bron: Datastream en berekeningen DNB.

Toelichting: Correlatie tussen CDS-premies van grootste banken en overheid.

Eurogebied periferie: Griekenland, Ierland, Italië, Portugal en Spanje.

Eurogebied overig: België, Duitsland, Frankrijk, Nederland en Oostenrijk.

EU Overig: Denemarken, Hongarije, het Verenigd Koninkrijk en Zweden.

daarna hoog gebleven, terwijl de correlaties in de rest van het eurogebied en de EU weer zijn gedaald.

Uitzettingen op overheden vormen een mogelijke verklaring voor de hoge correlaties. Voor 23 landen is over de periode 2006 t/m 2015 onderzocht welke factoren de correlatie in risicopremies verklaren. Tabel 4 toont de resultaten van een panelregressie-analyse. Uitzettingen van banken op overheden zijn een statistisch significante factor. In lijn met de verwachtingen dragen ook de omvang van de bankensector, de inflatie en de volatiliteit op de financiële markten bij aan de mate van correlatie, terwijl een hogere bbp-groei, een overschot op de lopende rekening en hogere ratings bij de banken bijdragen de correlatie verminderen.

Tabel 4: Regressieanalyse voor de correlatie in CDS-premies

Variabelen	Coëfficiënten
Uitzettingen banken op overheid (in % bbp)	0,010***
Omvang bankensector (in % bbp)	0,074***
Inflatie (in %)	0,011**
Lopende rekeningsaldo (in % bbp)	-0,008***
Staatsschuld (in % bbp)	0,002*
Bbp-groei (in %)	-0,005*
Gemiddelde ratings banken	-0,010***
Volatiliteit op financiële markten (VIX)	0,007***
Constant	0,507***
Aantal observaties	709

Coëfficiënten in een statistische panelregressie-analyse, geschat met de kleinste-kwadratenmethode op basis van jaardata over 23 landen tussen 2006 en 2015. Sterren geven de statistische significantie aan (* betekent betrouwbaarheid van 90%, ** van 95%, en *** van 99%). Via land-specifieke constanten is gecontroleerd voor land-specifieke eigenschappen. Een Levin-Lin-Chu-test laat zien dat alle variabelen stationair zijn met een betrouwbaarheid van 95%, behalve uitzettingen banken op overheid; deze variabele is stationair met een betrouwbaarheid van 90%. Brondata: IMF, BIS en Datastream.

Ten tweede wordt door de uitzonderingspositie de marktdiscipline afgezwakt en stijgt hierdoor de kans op crises. De kunstmatig hoge vraag van banken naar staatsschuld betekent dat de risico's van staatsobligaties onvoldoende worden ingeprijsd. Het vermindert de prikkel

42 voor overheden om gezond begrotingsbeleid te voeren.¹⁸ Indien de staatsschuld onhoudbaar wordt, dan stijgen risicopremies plotseling. In dat geval is het veel moeilijker om de schulden te herstructureren, omdat een dergelijke herstructurering ook het bankstelsel raakt. Een herstructurering is dan uiteindelijk veel schadelijker voor de financiële stabiliteit en voor de bredere economie.¹⁹

Ten derde drukken de beleggingen in staatsschuld de kredietverlening aan private partijen. Door hoge concentraties op staatsobligaties hebben banken minder ruimte op de balans om kredieten te verstrekken aan bedrijven en huishoudens. Juist in periodes van zwakke economische groei kan dit zogenaamde 'crowding out'-effect het economische herstel belemmeren.

De Europese bankenunie heeft ervoor gezorgd dat landen in het Eurogebied een gemeenschappelijk toezicht- en resolutiemechanisme hebben, waardoor het onwaarschijnlijker is dat banken hoeven te leunen op de eigen overheid voor steun. Maar zolang overheden nog wel leunen op de eigen bankensector voor financiering, is de verwevenheid tussen banken en overheden niet opgelost.

Beleidsconclusies

Uitfaseren van de voorkeursbehandeling voor staatsschuld op mondiaal en Europees niveau zou de financiële stabiliteit bevorderen. Omdat staatsschuld niet risicovrij is, is het in de eerste plaats wenselijk dat banken kapitaal aanhouden voor het kredietrisico dat zij lopen, ook voor de uitzettingen van banken op de 'eigen' overheid. Dit verbetert de prikkels voor banken en de allocatie van kapitaal in bredere zin. Verder kunnen concentratielimieten de uitzettingen van banken op een overheid beperken. Dat stelt een bovengrens aan de verwevenheid tussen overheid en banken, en verhoogt de weerbaarheid van de bankensector. Het zou de financiële stabiliteit ten goede komen als banken niet alleen staatsobligaties van de eigen overheid houden, maar diversifiëren naar andere overheden. Als de afslagen op onderpand voor staatsobligaties meer in lijn wordt gebracht met de risico's dan wordt de kunstmatige vraag naar staatsobligaties als onderpand verder beperkt.

Ook liquiditeitseisen kunnen worden herzien. Banken houden tegenwoordig liquiditeitsbuffers aan in de vorm van staatsobligaties, in plaats van private activa zoals voor de crisis gebruikelijk was. De liquiditeitsbuffers van banken zouden naast obligaties van andere landen, ook meer private activa van hoge kwaliteit kunnen bevatten, zodat banken meer alternatieven hebben voor staatsschuld.

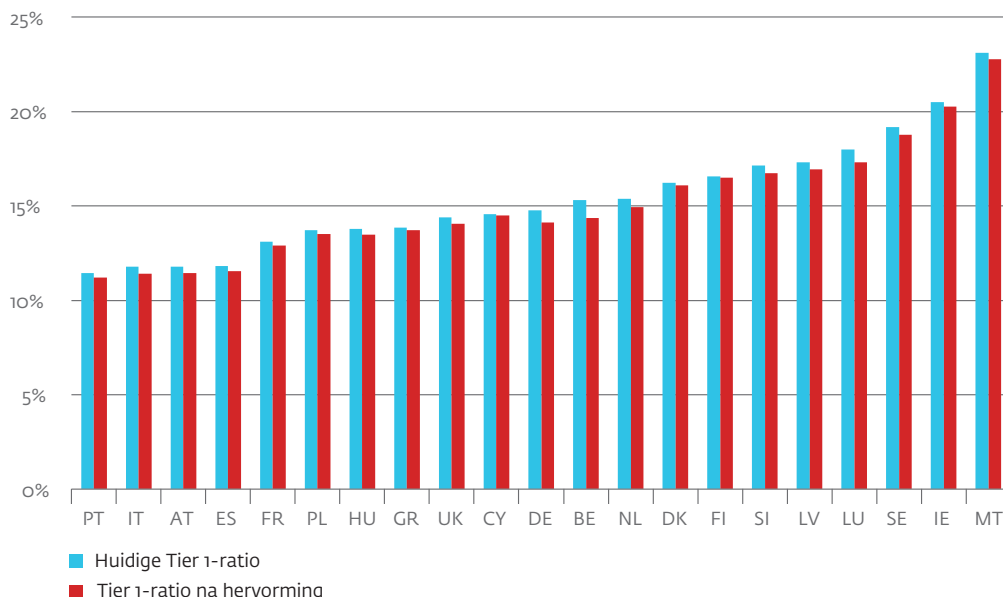
18 Tamon Asonuma, Saïd Bakhache en Heiko Hesse (2015), 'Is Banks' Home Bias Good or Bad for Public Debt Sustainability?', IMF Working Paper WP/15/44.

19 Nicola Gennaioli, Alberto Martin en Stefano Rossi, 'Sovereign Default, Domestic Banks, and Financial Institutions,' *The Journal of Finance*, 69(2): 819–866.

Dergelijke hervormingen kunnen grote impact hebben op de huidige balansen van banken. Ter illustratie: de gewogen kapitaalratio's van de grootste banken in de EU dalen met 0,35 procentpunt bij een verhoging van de risicogewichten voor staatsobligaties met 10 procentpunt (grafiek 17). Dit zou de solvabiliteit van banken drukken, maar tevens meer in lijn brengen met de realiteit. Een concentratielimiet van 25% eigen vermogen, zoals bij private debiteuren, zou ertoe leiden dat de grootste Europese banken EUR 1.291 mrd aan boventallige staatsobligaties op de balans hebben (grafiek 18). Een limiet van 50% eigen vermogen leidt tot een overschot van EUR 875 mrd; bij 100% is dit EUR 516 mrd. De meeste banken zouden aan de limiet kunnen voldoen door een deel van de obligaties van de eigen overheid te verkopen aan andere Europese banken, en de obligaties van andere overheden te kopen. Banken in de EU zouden dan een veel gediversifieerdere portefeuille staatsobligaties aanhouden. De impact van dergelijke hervormingen moet goed in kaart worden gebracht. Zij kunnen ook gevolgen hebben voor de implementatie van het monetaire beleid. Dat komt doordat openmarktoperaties vaak met staatsobligaties als onderpand uitgevoerd worden en doordat de regelgeving effect kan hebben op de rol van banken op de markt voor staatsobligaties. Ook bij het toezicht op pensioenfondsen en verzekeraars moet rekening gehouden worden met eventuele consequenties van hervormingen in de bancaire regelgeving. Deze instellingen kunnen door deze hervormingen namelijk een sterkere prikkel hebben om zélf overmatige concentraties op overheden op te bouwen.

Grafiek 17 - Impact risicogewichten op staatsobligaties is heterogeen in de EU

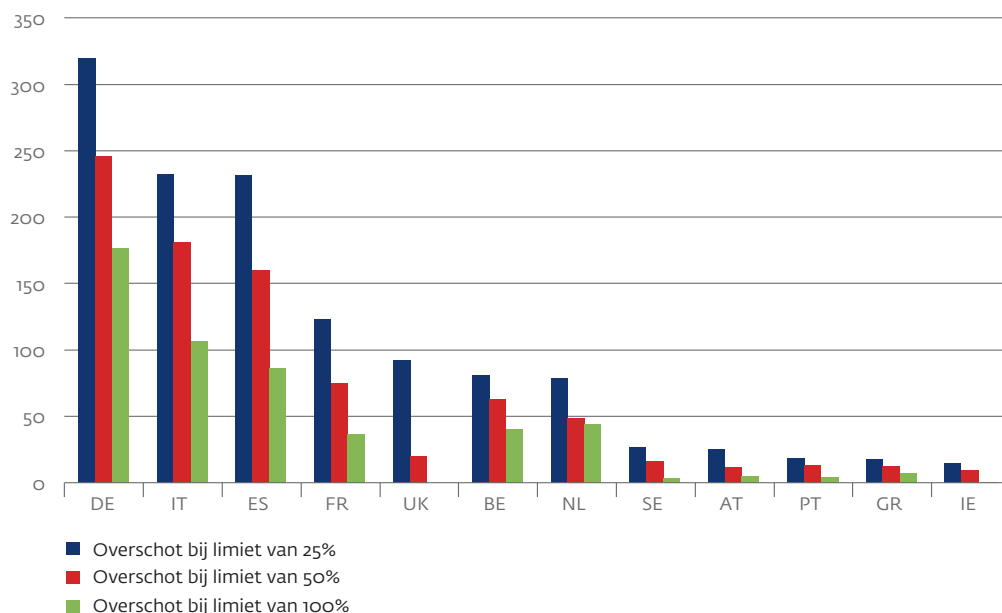
Huidige Tier 1-kapitaalratio (eind 2014) en impact stijging van risicogewichten met 10 procentpunten, in procenten. Cijfers op basis van blootstellingen per eind 2013.



Bronnen: EBA, ECB en berekeningen DNB.

Grafiek 18 - EU-banken zouden bij een concentratielimiet staatsobligaties moeten verkopen

Boventallige staatsobligaties van de grootste banken per land, in miljarden euro per eind 2013.























Bron: EBA en berekeningen DNB.

Een stapsgewijze invoering van nieuwe regels kan helpen om schokken te vermijden. De ervaring met de implementatie van Bazel III laat zien dat geleidelijke implementatie effectief is. Crediteuren van banken weten dat de nieuwe eisen op termijn zullen gelden, en geleidelijk worden ingevoerd. Zo kunnen risicogewichten op staatsschuld stapsgewijs worden verhoogd gedurende een lange transitieperiode. Concentratielimieten kunnen in het begin nog ruim zijn en geleidelijk worden aangescherpt. Het is ook denkbaar om te eisen dat banken kapitaal aanhouden voor concentraties op een overheid boven een bepaalde drempel – een soort ‘zachte’ concentratielimiet.

Door het ruime monetair beleid van het Eurosysteem kunnen banken en overheden zich op dit moment tegen lage rentes financieren en zijn de kansen op plotselinge marktschokken bij dit proces afgenomen. Door de start van het gemeenschappelijke toezichtsmechanisme kunnen aanpassingen op Europees niveau makkelijker en op een consistente manier worden ingevoerd. Dat maakt het huidige tijdsgewricht tot een uitstekend moment om met dit langetermijntraject te beginnen en de weerbaarheid van de Europese bankensector en economie structureel te versterken.

Annex 1: Macroprudentiële indicatoren

	Recentste	Ontwikkeling na 1998			
	waarneming	Min	Max	Gem	Beschouwde periode
Kredietcondities					
Trendafwijking krediet/bbp-ratio ¹	-17,5	-19,6	18,5	1,1	 1998K1-2015K1
Kredietgroei huishoudens (j-o-j)	0,3	-2,1	17,1	7,1	 1998K1-2015K1
Kredietgroei niet-financiële bedrijven (j-o-j)	1,7	-7,8	16,8	4,8	 1998K1-2015K1
Huizenprijsgroei (j-o-j)	2,7	-9,9	20,0	3,9	 1998Jan-2015Jul
Prijsgroei commercieel vastgoed (j-o-j)	0,7	-7,8	9,2	1,4	 1999K4-2015K2
Loan-to-Value-ratio starters ²	92,2	92,2	101,6	97,6	 1999-2014K1
Loan-to-Income-ratio starters ³	4,4	4,0	4,9	4,5	 1999-2014K1
Lange rente (bp) ⁴	85,3	31,4	566,6	361,5	 1998Jan-2015Aug
BBB-AAA risicopremie (bp) ⁵	86,0	53,0	509,0	153,7	 2001Jan-2015Aug
Solvabiliteit banken					
Leverage-ratio CRD IV, volledig ingefaseerd ⁶	3,5	3,3	3,5	3,4	 2014K1-2015K2
Tier 1-kapitaal/balanstotaal bankensector (tot 2013K4)	5,0	3,0	5,0	3,9	 1998K1-2013K4
CET1-ratio banken CRD IV, volgens transitierregels	13,8	12,9	14,4	13,7	 2014K1-2015K2
Tier 1-ratio banken obv CRD III (tot 2013K4) ⁷	12,5	8,2	12,8	10,0	 1998K1-2013K4
Liquiditeit banken					
Loan-to-deposit-ratio ⁸	158,4	157,1	198,2	178,7	 1998K4-2015K2
Aandeel marktfinanciering met looptijd < 1 jaar	31,3	16,6	38,3	29,7	 2003Aug-2015Jul
Risicopremie geldmarkt ⁹	10,7	1,2	186,0	22,9	 1999Jan-2015Aug
Risicopremie op senior unsecured bankobligaties (bp) ¹⁰	81,7	12,6	321,5	85,8	 1999Jan-2015Aug
Systeem relevantie					
Omvang bankbalans in procenten bbp	382,1	306,5	562,5	419,5	 1998K1-2015K2
Aandeel G5 banken in balanstotaal bankensector ¹¹	84,9	79,9	90,3	87,0	 1998K1-2015K2
Rating uplift systeemrelevante banken (stappen) ¹²	2,2	2,2	2,3	2,3	 2012-2015
Concentratie uitzettingen Nederlandse banken¹³					
Totaal schuldbewijzen en leningen	Nederland	Buitenland			2015K2
Centrale bank	52,8	47,2			
Overheden	0,9	0,5			
Kredietinstellingen	7,3	3,3			
Overige financiële bedrijven	1,5	13,1			
Overige financiële bedrijven	2,8	6,9			
Niet-financiële bedrijven	12,0	15,3			
Waarvan: Midden- en kleinbedrijf	2,4	2,9			
Waarvan: Commercieel vastgoed	4,4	2,1			
Huishoudens	28,4	8,0			
Waarvan: Hypothecaire leningen	27,0	7,0			
Waarvan: Consumptief krediet	0,9	0,4			

Bron: CBS, BIS, IPD, Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Moody's, DNB.
De cijfers zijn in procenten, behalve wanneer anders aangegeven. Bp = basispunten

- 1 Het verschil tussen a) de ratio van leningen van de niet-financiële private sector en het bbp van Nederland en b) de langetermijntrend van deze ratio, zoals berekend in ESRB Occasional Paper No. 5: Operationalising the countercyclical capital buffer: indicator selection, threshold identification and calibration options.
- 2 De ratio van de het hypotheekbedrag en de waarde van de woning, ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Starters zijn gedefinieerd als personen jonger dan 30 jaar ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Schatting door DNB op basis van een steekproef van Nederlandse hypotheek.
- 3 De ratio van de het hypotheekbedrag en het inkomen van de lener, ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Starters zijn gedefinieerd als personen jonger dan 30 jaar ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Schatting door DNB op basis van een steekproef van Nederlandse hypotheek.
- 4 Het rendement op Nederlandse overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar.
- 5 Het verschil tussen het rendement op internationale bedrijfsobligaties met een BBB-kredietbeoordeling en internationale bedrijfsobligaties met een AAA-kredietbeoordeling.
- 6 Berekend op basis van de meest recente definitie van de leverage ratio zoals overeengekomen door het Bazels Comité in januari 2014.
- 7 De hier gerapporteerde Tier 1-ratio is inclusief de zogenoemde Basel-I-vloer.
- 8 De ratio van leningen (inclusief gesecuritiseerde leningen) en deposito's van de binnenlandse niet-financiële private sector.
- 9 Het verschil tussen 3-maands euriborrente en de 3-maands EONIA swap-index.
- 10 Het verschil tussen het rendement op Europese senior unsecured bankobligaties en de 5-jaars swaprente.
- 11 Het gezamenlijke balanstotaal van de grootste 5 Nederlandse banken (ABN AMRO, ING, Rabobank, SNS Bank en BNG) als percentage van het balanstotaal van de Nederlandse bankensector.
- 12 Het verschil tussen de kredietbeoordeling met en zonder overheidssteun, gebaseerd op Moody's methodologie. Dit is een gemiddelde van ABN AMRO, ING, Rabobank en SNS Bank, gewogen naar balanstotaal.
- 13 Het aandeel van Nederlandse en buitenlandse tegensectoren in de uitzettingen van alle Nederlandse banken, gebaseerd op gerapporteerde geconsolideerde cijfers voor toezichtdoeleinden.

Annex 2: Terugblik op follow-up naar aanleiding van het OFS

Het is van belang dat de macrorisico's die het OFS identificeert, ook effectief worden gemitigeerd. In het OFS van het voorjaar 2015 is een terugblik opgenomen van de opvolging van de aanbevelingen uit het OFS vanaf 2011. Deze terugblik wordt voortgezet.

47

Met ingang van dit OFS zal de opvolging van de risico's en aanbevelingen uit het OFS regulier worden gemonitord. Het doel is om transparant te zijn over de ondernomen acties en alert te blijven op de voortgang. Deze annex beschrijft welke acties zijn ondernomen en of de geconstateerde risico's zich ook in de juiste richting ontwikkelen.

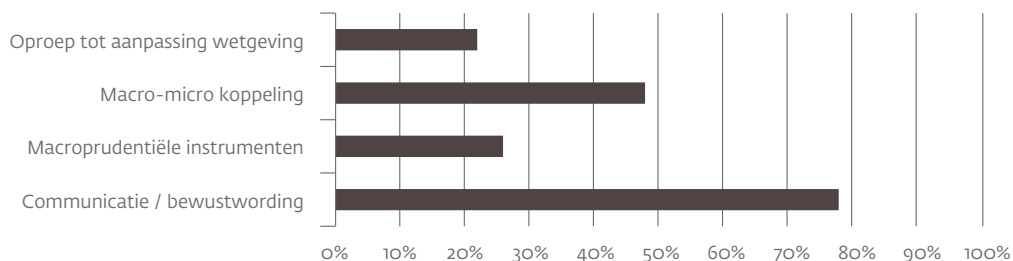
1. Mitigatie macrorisico's

De aanpak van de macrorisico's uit het OFS vindt op verschillende manieren plaats. Figuur 1 geeft een overzicht van de mate waarin deze verschillende kanalen worden ingezet.²⁰ Ten eerste signaleert het OFS relevante ontwikkelingen om de sector tijdig bewust te maken van mogelijke risico's die daaruit voortvloeien, zodat instellingen zelf mitigerende maatregelen kunnen nemen. Uit een terugblik op de afgelopen jaren blijkt dat dit kanaal om de geconstateerde risico's te mitigeren relatief het meest gebruikt wordt (ruim driekwart van de gevallen).

Daarnaast neemt DNB ook zelf maatregelen. Als macroprudentiële autoriteit beschikt DNB over verschillende instrumenten om risico's op macroniveau te mitigeren. Dit betreft bijvoorbeeld het opleggen van een extra kapitaalbuffer voor systeemrelevante instellingen, het vaststellen van de contracyclische buffer of het uitvoeren van een stresstest. In ongeveer een kwart van de gevallen worden risico's via dit soort macroprudentiële instrumenten gemitigeerd. Een ander belangrijk kanaal is dat DNB macrorisico's vertaalt naar het reguliere microprudentieel toezicht. Dit vindt plaats via de zogenoemde macro-micro koppeling met behulp van concrete indicatoren voor het toezicht op individuele instellingen. Dit gebeurt in ongeveer de helft van de gevallen. Tot slot roept het OFS in een vijfde van de gevallen op tot aanpassing in de wetgeving om risico's te kunnen mitigeren.

²⁰ Risico's kunnen gelijktijdig via meerdere kanalen worden gemitigeerd, zodat de percentages optellen tot meer dan 100%.

Figuur 1 - Mitigatie macroprudentiële risico's



2. Follow-up en status macrorisico's

Tabel 1 geeft een overzicht van de acties die DNB heeft ondernomen en de ontwikkeling van het risico sinds de eerste vermelding in het OFS. Uit het overzicht blijkt dat DNB in alle gevallen opvolging heeft gegeven om de gesignaleerde risico's zorgvuldig te blijven monitoren of actie te ondernemen om risico's te mitigeren of instellingen hiertoe aan te zetten.

In de meeste gevallen blijkt ook het beoogde effect te zijn bereikt dat de geconstateerde macrorisico's daadwerkelijk zijn afgenomen. De kapitaal en liquiditeitsbuffers zijn bijvoorbeeld versterkt, specifieke kwetsbaarheden zijn geadresseerd en er zijn verschillende wettelijke wijzigingen doorgevoerd. Tegelijkertijd zorgen externe, macro-economische ontwikkelingen ervoor dat bepaalde macrorisico's nog altijd actueel zijn. Dit betreft met name de zoektocht naar rendement en het risico op zeepbelvorming (zie ook H1) die in de huidige economische situatie in toenemende mate van belang zijn. Tevens vereisen een aantal risico's blijvende aandacht, zoals het risico van cybercrime of doen zich structurele ontwikkelingen voor, zoals de veranderingen in de verzekeringssector en duurzaamheid van het pensioenstelsel. Deze risico's zullen ook de komende periode nadere vervolgstappen vereisen.

Tabel 1: Overzicht risico's en aanbevelingen OFS: follow-up en status

Risico en aanbevelingen (eerste vermelding in OFS)	Relevante acties DNB	Stand van zaken (sinds eerste vermelding in OFS)
Banken		
1. Onvoldoende kapitaal- versterking: banken moeten hun kapitaalpositie versterken (najaar 2011)	DNB ziet toe op versnelde toegroei naar Bazel III kapitaal- eisen. Extra kapitaalbuffers opgelegd.	De kapitaalbuffers zijn versterkt. Systeemrelevante banken bouwen extra buffers op.
2. Financieringsrisico: terug- houdendheid met gedekte financiering (najaar 2011); terugdringen afhankelijkheid marktfinanciering (voorjaar 2012)	DNB ziet toe op versnelde toegroei naar Bazel III liquiditeitseisen. Extra liquiditeitseisen opgelegd.	Nagenoeg alle banken voldoen op dit moment reeds aan de LCR/ NSFR vereisten. Het deposito- financieringsgat is afgenomen.
3. Commercieel vastgoed: waardering moet actueel en realistisch zijn (najaar 2012)	<i>Asset Quality Review (AQR)</i> en stresstesten uitgevoerd.	Uit de AQR bleek dat banken eind 2013 voldoende voorzieningen en kapitaal op hun balans hadden staan. In dit OFS (H3) wordt nieuw risico geïdentificeerd t.a.v. structurele ontwikkelingen.
4. Opwaartse renteschok: goede beheersing risico's renteschok (voorjaar 2013)	Onderzoek gedaan naar kwaliteit beheersing renterisico. DNB neemt de risico's van een renteschok mee in stresstesten.	De huidige macro-economische situatie vereist blijvende alertheid van instellingen (zie ook H1).
5. Ineffectieve <i>bail-in</i> : verankering <i>bail-in</i> in Europese wetgeving (najaar 2013); voldoende <i>bail-in</i> buffers (voorjaar 2015)	Implementatie Europese resolutierichtlijn en oprichting nationale resolutie-autoriteit. Aandacht richt zich nu op de hoogte en kwaliteit <i>bail-in</i> laag.	Implementatie BRRD voorzien eind 2015. Nationale resolutie-autoriteit is opgericht per 1 januari 2015. Voldoende <i>bail-in</i> laag moet nog worden opgebouwd.

Tabel 1: Overzicht risico's en aanbevelingen OFS: follow-up en status (vervolg)

Verzekeraars

6. Houdbaarheid bedrijfsmodel levensverzekeraars: verlagen van kosten (najaar 2011); streven naar duurzaam bedrijfsmodel (voorjaar 2014). Rekening houden met situatie dat solvabiliteit onverhoopt onvoldoende blijkt (voorjaar 2015)	DNB heeft onderzoek verricht en aanbevelingen gedaan richting sector om kosten te verminderen en verdienvermogen te vergroten.	De sector staat blijvend onder druk. De houdbaarheid van het bedrijfsmodel blijft een belangrijk onderdeel van het doorlopend toezicht
7. Beleggingsverzekeringen: inzetten voor oplossingen bij schending zorgplicht (najaar 2011)	AFM monitort – samen met het Ministerie van Financiën en DNB – de vervolgstappen van verzekeraars voor nazorg (activeren klanten).	Blijvende monitoring van belang. Geformuleerde streefcijfers voor nazorg en activeren klanten zijn wettelijk verankerd.
8. Rendementsgaranties: terughoudendheid nieuwe rendementsgaranties (voorjaar 2013)	DNB monitort dat garanties juist worden gewaardeerd en dat instellingen terughoudend zijn met het afgeven van nieuwe rendementsgaranties.	Geconstateerde risico blijft actueel en wordt opgenomen als onderdeel van het reguliere toezicht op houdbaarheid bedrijfsmodel.

Pensioenfondsen

9. Houdbaarheid pensioenstelsel: pensioenfondsen moeten buffers verhogen (najaar 2011); pensioenleeftijd moet worden verhoogd (voorjaar 2012)	DNB heeft advies gegeven ten behoeve van het nieuwe FTK en input geleverd voor discussie over toekomst pensioenstelsel.	Het nieuwe FTK is in werking getreden; pensioenleeftijd is verhoogd. Er vindt fundamentele discussie plaats over toekomst pensioenstelsel.
---	---	--

Systeembreed

10. Risico's huizenmarkt: verlagen LTV-limiet (najaar 2011); beperken fiscale prikkels (najaar 2011)	Het FSC heeft advies uitgebracht over verlaging LTV en beperken van fiscale prikkels.	LTV-limiet en hypotheekrenteaftrek worden gefaseerd afgebouwd. Nog geen besluit over nadere stappen na 2018.
11. Cyberdreigingen: instellingen moeten hun weerbaarheid vergroten (najaar 2013)	DNB onderzoekt maatregelen om financiële instellingen weerbaarder te maken.	Risico blijft actueel. Blijvende aandacht van instellingen en DNB nodig om incidenten en verstoringen te voorkomen (onderdeel doorlopend toezicht).

Tabel 1: Overzicht risico's en aanbevelingen OFS: follow-up en status (vervolg)

<p>12. Kwetsbaarheid derivaten-posities: betere soliditeit centrale tegenpartij (voorjaar 2014); verkleinen impact faillissement (voorjaar 2014); terugbrengen procyclische elementen (voorjaar 2014)</p>	<p>DNB ziet toe op naleving EMIR en heeft onderzoek gepubliceerd naar de impact en aandachtspunten voor implementatie.</p>	<p>Belangrijke onderdelen t.a.v. risicomitigatie en rapportageplicht zijn in werking getreden. Nadere implementatie en invoering centrale clearingplicht nu van belang.</p>
<p>13. Zoektocht naar rendement en zeepbelvorming: stellen realistische rendementsdoelen (najaar 2014)</p>	<p>DNB voert onderzoek uit en stuurt aan op prudente houding van financiële instellingen.</p>	<p>Risico blijft actueel in huidige macro-economische situatie. Dit vereist in toenemende mate alertheid van DNB en de instellingen.</p>
<p>14. Governance en variabele beloningen: structurele verandering in cultuur (voorjaar 2015); geen prikkels tot overmatige risico's (voorjaar 2015)</p>	<p>DNB ziet toe op naleving van de Regeling Beheerst Beloningsbeleid.</p>	<p>Bewustwording neemt toe. Cultuurverandering moet zich nog verder voltrekken.</p>

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank N.V.
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
dnb.nl