



Overzicht  
Financiële Stabiliteit  
Najaar 2011



De Nederlandsche Bank

---

*Overzicht Financiële*

*Stabiliteit*

© 2011 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 900

Dit document is samengesteld op basis van data beschikbaar t/m 19 oktober 2011.  
Afkorting landen volgens ISO-norm.

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

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

# Inhoud

Voorwoord 4

Samenvatting en aandachtspunten 5

1 De internationale omgeving 9

*Box 1: Maatregelen door geselecteerde overheden in reactie op de Europese schuldencrisis* 12

2 De Nederlandse reële economie 19

*Box 2: Schokproef Nederlandse overheid* 24

3 De Nederlandse financiële sector 25

*Box 3: Beleggingsgedrag verzekeraars* 31

4 Institutionele ontwikkelingen en infrastructuur 35

## Voorwoord

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

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

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

## Samenvatting en aandachtspunten

Het vooruitzicht voor de financiële stabiliteit in Nederland is zorgwekkend en vraagt veel van instellingen en beleidsmakers. Een aanzienlijk aantal van de risico's beschreven in het vorige OFS is werkelijkheid geworden.

De twee grootste bedreigingen zijn de gevolgen van de Europese schuldencrisis en het tegenvallende economisch herstel in ontwikkelde landen. De schuldencrisis is geëscaleerd: investeerders twijfelen nu openlijk aan de schuldpositie van enkele grote Europese landen en banken, ook in het centrum van het eurogebied. In nagenoeg alle Europese landen verslechteren de overheidsfinanciën en er is een gevaarlijke wisselwerking ontstaan tussen de soliditeit van de financiële sector, die van overheden, en stagnerende groeivoorzichten.

Op financiële markten weerspiegelen dalende aandelenkoersen en oplopende risicopremies het negatieve sentiment. Door afbrokkelend vertrouwen van beleggers en consumenten neemt de kans op een dubbeledip-scenario of een langdurige periode van lage groei toe. Dat zou de schuldencrisis verdiepen.

Het voorkomen van verdere escalatie en groter vertrouwensverlies vereist daadkrachtig ingrijpen van **beleidsmakers**. De eurotop van 26 oktober heeft de koers uitgezet. Nu is snelle en voortvarende uitwerking nodig. Dat geldt voor de aangekondigde vergroting van de slagkracht van het Europese noodfonds EFSF en de versterking van de weerbaarheid van banken. Tegelijkertijd dienen Griekenland, Ierland en Portugal hun EU-IMF-programma's nauwgezet uit te voeren en Spanje en Italië de toegezegde maatregelen daadwerkelijk te implementeren. Europese overheden moeten vasthouden aan hun begrotingsdoelstellingen en duurzaam hervormen om het groeipotentieel te vergroten en een houdbare schuldpositie te bereiken. Tot slot zal versterkte Europese governance de beleidsdiscipline moeten bestendigen.

Ook in Nederland vertraagt de groei. De Nederlandse overheid kan volgens de ramingen in de Miljoenennota het begrotingstekort in 2012 terugdringen tot onder de 3 procent bbp, maar de marges zijn krap. Het belang van discipline is des te groter, omdat financiële markten momenteel weinig tolerantie hebben voor slecht presterende overheden. Daar komt bij dat de Nederlandse overheid inmiddels voor aanzienlijke bedragen garant staat, niet alleen in Europees maar ook in nationaal verband. Omwille van de geloofwaardigheid van het begrotingsbeleid is het onverstandig de teugels te laten vieren bij toenemende economische tegenwind.

De huizenmarkt staat onder druk. Dit vergroot de financiële risico's voor huishoudens, die al kwetsbaar zijn door hun hoge schuldpositie. Het huidige fiscale regime stimuleert het aangaan van schuld en ontmoedigt aflossing.

Om de financiële positie van huishoudens te versterken, dienen **beleidsmakers** structurele maatregelen te nemen die de fiscale bevoordeling van hypotheekschuld geleidelijk doen afnemen. Een wenselijke stap is het bepalen van de fiscale aftrek op basis van een fictief aflossingsschema. Beleidsaanpassingen moeten voorspelbaar worden ingevoerd, met een overgangsregime voor bestaande contracten.

Voor financiële instellingen is de situatie eveneens onzeker. Als verbetering van het economisch klimaat uitblijft, lopen de potentiële verliezen op, terwijl de mogelijkheden afnemen om via winsthouding de buffers te versterken. De structuur van de huizenmarkt werkt ook door op de positie van banken. De omvangrijke hypothecaire kredietportefeuilles van Nederlandse banken zijn te groot om volledig te financieren met spaargeld. Daarom zijn banken aangewezen op kapitaalmarktfinanciering, die onder druk staat. Financiers verlangen steeds vaker onderpand. De stagnerende huizenmarkt verkleint de mogelijkheden om financiering aan te trekken verder.

Voor levensverzekeraars blijft het moeilijk de rendementen op peil te houden. De vraag naar hun producten neemt af en zij hebben te maken met een langsepende *mis-selling*-affaire rond beleggingsverzekeringen. Lage winstgevendheid, dalende rentes en vermogensprijzen, en de toename van de levensverwachting drukken de solvabiliteit en belemmeren de opbouw van gewenste buffers. Ook pensioenfondsen kampen met tegenvallende resultaten door de lage rente en het negatieve sentiment op financiële markten. Veel fondsen hebben een te lage dekkingsgraad, en voor sommige kan de matige financiële positie het aankondigen van kortingsmaatregelen noodzakelijk maken.

**Banken, verzekeraars en pensioenfondsen** kunnen bijdragen aan het herstel van vertrouwen door geen onzekerheid te laten bestaan over hun soliditeit. Zij moeten transparant zijn over de gevolgen van lage rendementen, blootstelling aan probleemactiva, waaronder uitzettingen op perifere landen en commercieel vastgoed, en andere ontwikkelingen die hun solvabiliteit raken.

DNB moedigt **verzekeraars** aan om voor nieuw afgesloten polissen een marktconsistente waardering te publiceren.

**Pensioenfondsen** moeten hun deelnemers en gepensioneerden goed informeren over het risicoprofiel van het fonds en de ontwikkeling van pensioenaanspraken. Een eventueel kortingsvoornemen moet tijdig bekend worden gemaakt.

**Banken en verzekeraars** dienen voortvarend toe te groeien naar de nieuwe toezichteisen van Bazel III en Solvency II. Zij moeten in de kosten snijden voor een beter resultaat en winst inhouden om de kapitaalbuffers te versterken, en waar nodig privaat kapitaal aantrekken.

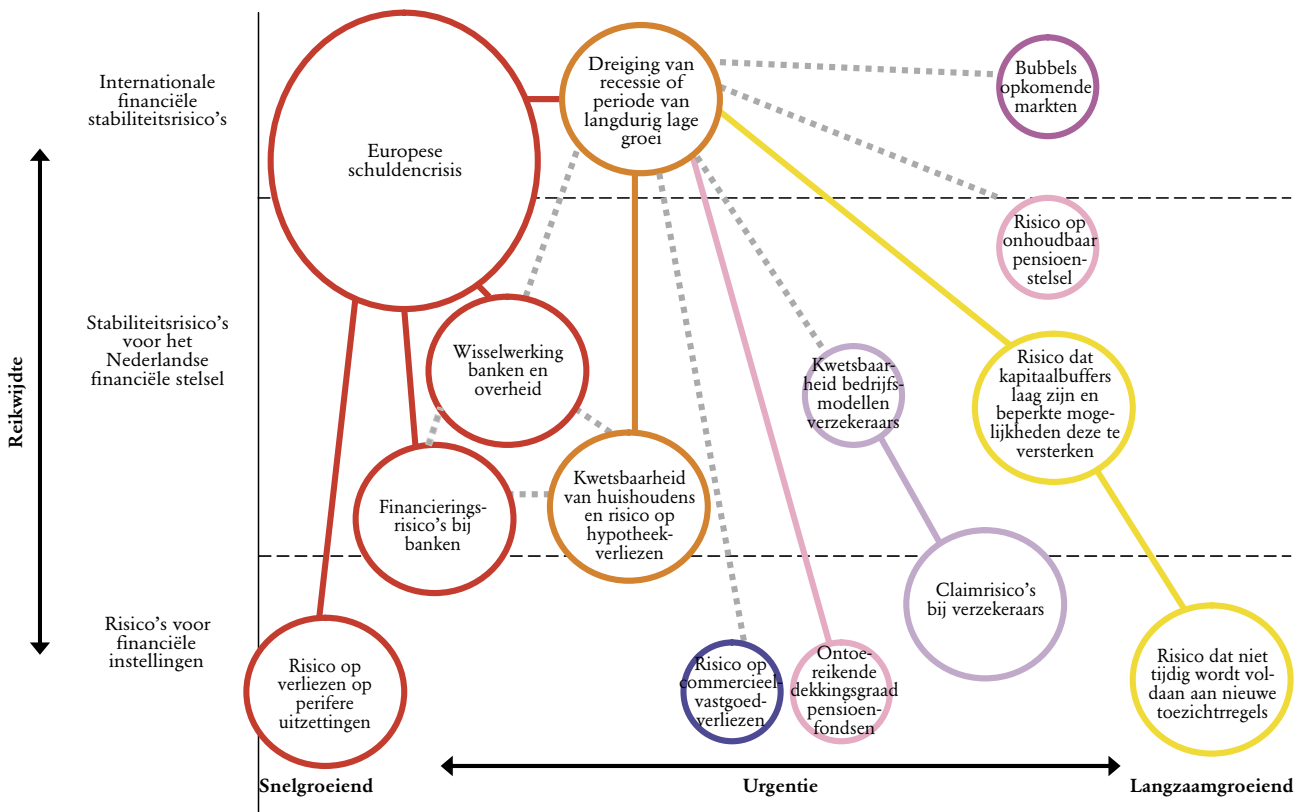
Tegen de achtergrond van de crisis is de versterking van het financiële stelsel in volle gang. Het depositogarantiestelsel wordt hervormd door de uitkeringstermijn te verkorten en door een fonds op te bouwen waaruit vergoedingen kunnen worden betaald.



**Systeemrelevante banken** moeten zich voorbereiden op de invoering van specifieke eisen, waaronder het opbouwen van een additionele kapitaalbuffer en het ontwikkelen van herstelplannen. **DNB** wil de afwikkelbaarheid van systeemrelevante banken verbeteren. Voor betrokken instellingen zal een resolutieplan worden opgesteld, dat borgt dat vitale functies overeind kunnen worden gehouden terwijl risico's voor de belastingbetaler en besmettingseffecten worden beperkt.

Onderstaande risicokaart geeft een grafische samenvatting van de risico's die dit OFS beschrijft. De verticale as laat zien of het gaat om risico's in het internationale financiële stelsel, het nationaal financieel systeem, of om instellingspecifieke risico's. De horizontale as geeft een indicatie van het tempo waarop het risico zich kan manifesteren. De omvang van de bollen laat de geschatte omvang van het risico zien. Kleuren groeperen risico's met een zeer grote onderlinge wisselwerking, en stippellijnen geven de samenhang tussen risico's weer.

### Belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit







## 1 De internationale omgeving

*De schulden crisis duurt voort tegen de achtergrond van een tegenvallend economisch herstel. Op financiële markten is het positieve sentiment van begin 2011 verdampt. Door toenemende risico's lopen financieringskosten voor banken op. Ook de financiële positie van westerse overheden verslechtert. Het vertrouwen van consumenten en bedrijven, cruciaal om het herstel gaande te houden, is sterk gedaald. Een nieuwe recessie zou de problemen waar de wereldeconomie mee kampt verdiepen. Het voorkomen van verdere escalatie en groter vertrouwensverlies vereist daadkrachtig ingrijpen van beleidsmakers.*

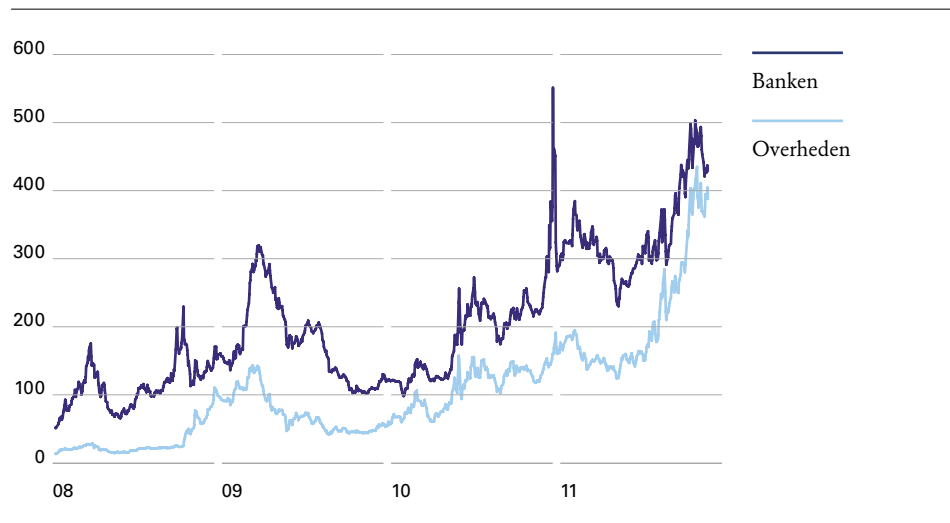
### Europese schulden crisis

De Europese schulden crisis vormt nog altijd de belangrijkste bedreiging voor de financiële stabiliteit in Nederland. Sinds begin 2010 lopen de CDS-premies (premies voor derivaten die bij wanbetaling uitkeren) op Europese banken- en staatsobligaties gestaag op. Dit betekent dat markten, de inspanningen van beleidsmakers ten spijt, het risico van een wanbetaling van een bank of een land in het eurogebied steeds hoger inschatten (grafiek 1).

De schulden crisis is in de zomer van 2011 opnieuw geïntensiveerd. Markten twijfelen nu ook openlijk aan het vermogen van grote, solvabele Europese economieën om zich te kunnen blijven financieren. In juli liepen rentes op Italiaanse en Spaanse staatsobligaties fors op. Italië en Spanje zijn nauw verweven met het Europese en mondiale financieel systeem en veel financiële instellingen hebben aanzienlijke vorderingen op deze landen. Dit geldt ook voor Nederlandse financiële instellingen. De verwevenheid is nog groter wanneer ook rekening wordt gehouden met indirecte relaties, bijvoorbeeld via uitzettingen op banken die op hun beurt hebben geïnvesteerd in perifeer schuld papier. Het is voor de Europese en Nederlandse financiële

### Grafiek 1 CDS-premies in het eurogebied

5-jaars CDS-premies, in basispunten, 1-1-2008 t/m 19-10-2011.



*Marktpartijen zien de kans op wanbetaling gestaag toenemen*

CDS-premies van overheden betreft het naar bbp gewogen gemiddelde van de individuele lidstaten.  
Bron: Thomson Datastream en IMF.

stabiliteit van groot belang dat verdere besmetting van het financieel systeem wordt ingedamd.

#### *Wisselwerking*

De onzekerheid over de schuldencrisis versterkt de negatieve wisselwerking tussen de bankensector en Europese overheden. Twijfel over de gezondheid van landen ondermijnt het vertrouwen in banken door hun omvangrijke uitzettingen in staatsobligaties, maar ook omdat overheden het ultieme vangnet vormen bij een bedreiging van de financiële stabiliteit. Vanwege deze achtervangfunctie ondermijnt twijfel over banken op zijn beurt het vertrouwen in de overheden.

Een paar maanden geleden werd de negatieve wisselwerking tussen overheden en banken als een risico beschouwd; inmiddels heeft dit risico zich gematerialiseerd. Door de oplopende onzekerheid ondervinden banken sinds juli 2011 problemen om zich te (her)financieren. Dit geldt niet alleen voor perifere banken, maar ook voor banken in de kernlanden van Europa, vooral als zij grote perifere uitzettingen hebben. Het vertrouwen tussen banken onderling is flink bekoeld en de rentes op de interbancaire markt lopen op (grafiek 2). In plaats van onderling uit te lenen, stullen Europese banken overvloedige liquiditeiten bij de ECB. Ook financiering van marktpartijen buiten Europa is opgedroogd: een tekort aan dollarfinanciering heeft ertoe geleid dat de ECB op 15 september een driemaandsliquiditeitsfaciliteit voor dollars opnieuw heeft geactiveerd.

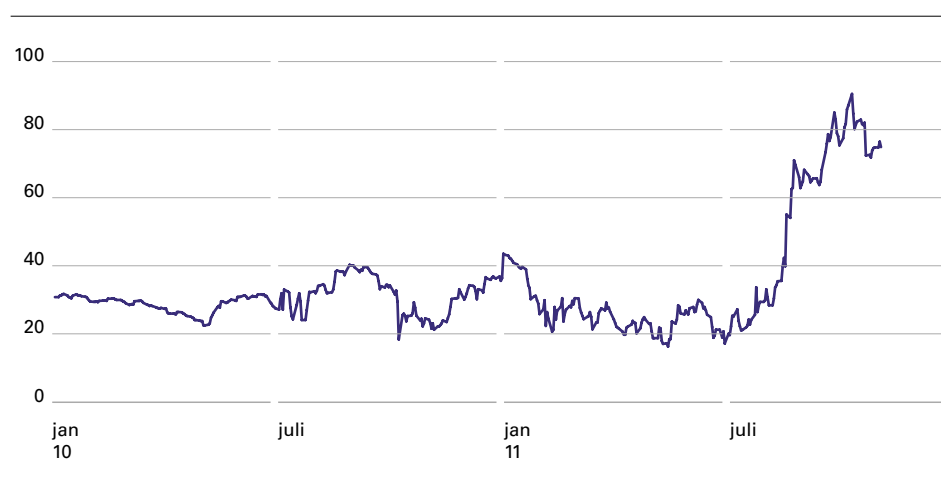
Hoge financieringskosten zetten banken aan tot balansaanpassing. Dat plaatst neerwaartse druk op de kredietverlening, en kan negatief doorwerken op de reële economie. Hoge financieringskosten zetten ook de winstgevendheid van banken onder druk, op een moment dat winstinhouding de meest doelmatige manier is om de kapitaalbuffers verder te versterken. De mogelijkheden om nieuw kapitaal op de markt op te halen zijn beperkt: beleggers hebben grote twijfels over het vermogen van banken om de crisis op eigen kracht te boven te komen. In de periode van januari tot en met oktober 2011 zijn beurskoersen van Europese banken met ruim een derde gedaald.

Veel Europese banken zijn inmiddels op de markt minder waard dan volgens hun jaarrekening: de marktwaarde van grote beursgenoteerde Europese banken bedraagt slechts 45 procent van wat zij boekhoudkundig waard zijn. Dat duidt erop dat de

#### **Grafiek 2 Risicopremie op de geldmarkt**

In basispunten, 1-1-2008 t/m 19-10-2011.

*Het wantrouwen tussen banken loopt op en komt tot uiting in hoge interbancaire rentes*



Risicopremie is het verschil tussen de 3-maands Euribor en de 3-maands EONIA SWAP-index.  
Bron: Thomson Datastream.

markt substantiële verborgen verliezen vreest. Als het vertrouwen in banken niet herstelt, bestaat de kans dat overheden opnieuw moeten bijspringen om de buffers te versterken, juist op een moment dat hun eigen financiën onder druk staan.

Financiële instellingen dienen bij te dragen aan het behoud van vertrouwen, door transparant te zijn over de blootstelling aan mogelijke probleemactiva en andere potentiële verliezen. Bovendien dienen zij te zoeken naar mogelijkheden om hun kapitaalpositie te versterken, bijvoorbeeld door het toevoegen van winsten aan de buffers en door het resultaat te verbeteren door te snijden in de kosten of indien nodig door kapitaal aan te trekken op de markt. De maatregelen van de Europese Raad om de kapitaalpositie en financiering van banken te verbeteren, leveren een belangrijke bijdrage.

### *Daadkracht is cruciaal*

De toenemende besmetting van het financieel systeem laat zien dat de schulden-crisis van aard is veranderd. Wat begon als twijfel aan de schuldhoudbaarheid van een individuele lidstaat, is omgeslagen in een vertrouwenscrisis in het vermogen van Europese beleidsmakers om de crisis op te lossen. Cruciaal voor het inperken van de besmetting is daadkrachtig ingrijpen van beleidsmakers om het vertrouwen te herstellen.

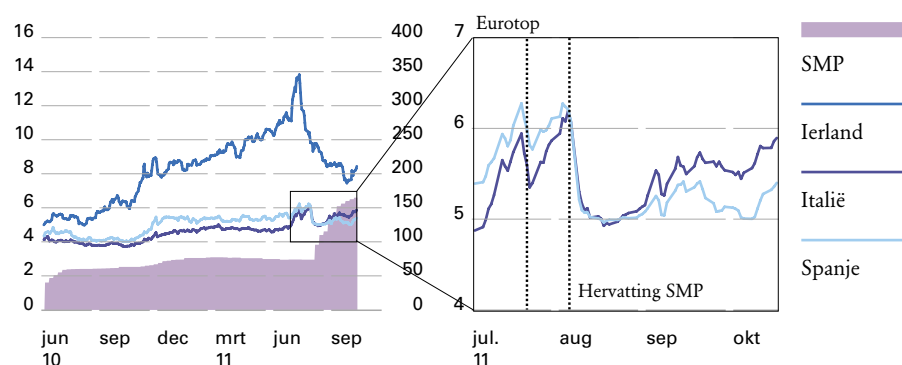
Het afbrokkelende vertrouwen is zichtbaar in de ongunstige marktreactie op de maatregelen aangekondigd op de Eurotop van 21 juli 2011 (grafiek 3). De rente op Italiaanse en Spaanse obligaties liep voorafgaand aan de top fors op, en Europese beleidsmakers slaagden er niet in het vertrouwen te herstellen. Omdat de financiële crisis de transmissie van het monetaire beleid, en daarmee de prijsstabiliteit, bedreigt heeft de ECB in augustus haar interventies op de markt voor staatsobligaties (het Securities Markets Programme, of SMP) hervat. Het ingrijpen van de ECB bracht enige rust terug op de obligatiemarkten. Dit biedt slechts tijdelijke verlichting, die de onderliggende budgettaire en structurele economische problemen niet oplost, en ook geen alternatief vormt voor Europese vangnetten.

### *Structurele maatregelen op nationaal niveau*

Een definitieve oplossing vraagt van alle eurolanden begrotingsmaatregelen om primaire overschotten te realiseren, en structurele hervormingen om het groeipotentieel te versterken. Beide soorten maatregelen zijn essentieel om de solvabiliteitspositie veilig stellen, opdat eventuele financieringsproblemen van landen geloofwaardig kunnen worden geadresseerd.

### Grafiek 3 10-jaars rente op staatsobligaties

In procenten, Securities Markets Programme (SMP) in EUR miljard (rechter schaal), 1-6-2010 t/m 19-10-2011.



*De marktreactie op de Eurotop van 21 juli is ongunstig*

**Box 1: Maatregelen door geselecteerde overheden in reactie op de Europese schuldencrisis**

	<b>maatregel</b>	<b>aangekondigd</b>	<b>status</b>
<b>Europa</b>			
●	Verhoging effectieve leencapaciteit en flexibilisering EFSF	21 jul 2011	Ratificatie afgerond op 13 oktober 2011
●	Oprichting European Stability Mechanism	28 nov 2010	Aangenomen door de Raad (25 maart), ratificatie verwacht voor eind 2012
●	Comprehensive package (o.a. versterking SGP, macroeconomische onevenwichtigheids procedure)	29 sep 2010	Akkoord bereikt met EP, formele goedkeuring door de Raad verwacht op 8 november 2011.
●	Verhoging slagkracht EFSF	26 okt 2011	Details moeten nog worden uitgewerkt
<b>Frankrijk</b>			
●	Verhoging vermogensbelasting en inkomstenbelasting voor hoogste inkomens	24 aug 2011	Gedeeltelijk aangenomen op 8 september 2011
●	Aanpassingen vennootschapbelasting	24 aug 2011	Aangenomen op 8 september 2011
<b>Italië</b>			
●	Budgettaire maatregelen gericht op bereiken van begrotingsevenwicht in 2013	5 aug 2011	Aangenomen op 14 september, maar maatregelen blijken onvoldoende.
●	Opname tekortregel in de Grondwet	5 aug 2011	Parlementaire behandeling vanaf september
●	Arbeidsmarkthervormingen (o.a. pensioenleeftijd vrouwen, liberalisering van beschermde beroepen versoepeling ontslagrecht)	5 aug 2011	Gedeeltelijk aangenomen op 14 september
●	Aanvullende budgettaire maatregelen en structurele hervormingen	26 okt 2011	Details nog onduidelijk, parlementaire behandeling nog niet begonnen
<b>Spanje</b>			
●	Budgettair consolidatieprogramma en arbeidsmarkthervormingen	mei 2010	Grotendeels op schema
●	Aanvullende budgettaire maatregelen (aanpassingen vennootschapsbelasting en verlaging uitgaven gezondheidszorg) (0,3% bbp in 2011, 0,5% bbp in 2012)	19 aug 2011	Goedgekeurd door parlement
●	Opname tekortregel in de Grondwet (inclusief disciplinerende lagere overheidsfinanciën)	19 aug 2011	Goedgekeurd door parlement
●	Flexibilisering arbeidsmarkt	19 aug 2011	Nog geen parlementaire goedkeuring
<b>Griekenland, Ierland, Portugal</b>	Deze landen voeren een EU-IMF-programma uit. De EU, het IMF en de ECB monitoren de voortgang		

Voor Griekenland, Ierland en Portugal, die steun ontvangen van de EU en het IMF, betekent dit dat zij de voorwaarden van de bijbehorende programma's nauwgezet moeten naleven. De vooruitgang van Ierland toont aan dat een geloofwaardige agenda van hervormingen een uitweg kan bieden uit de negatieve dynamiek van de schuldencrisis. De rente op Ierse staatsobligaties is inmiddels flink gedaald. De grootste daling vond bovendien plaats in een periode waarin geen noemenswaardige aankopen van staatsobligaties in het kader van het SMP plaatsvonden (grafiek 3); de daling is dus niet veroorzaakt door ECB-aankopen.

Italië en Spanje, maar ook de overige EU-lidstaten, zullen hervormingen moeten uitvoeren om het heft in eigen hand te houden (box 1). Een risico is dat de nadruk eenzijdig komt te liggen op kortetermijnconsolidatie, waarvan de opbrengst snel duidelijk is, maar die een negatief procyclisch effect heeft op de conjunctuur. Duurzame maatregelen die het groeipotentieel van de economie versterken blijken vaak lastig door het parlement te loodsen. De opbrengsten van hervormingen zijn op korte termijn minder tastbaar, terwijl de lasten vaak direct zichtbaar zijn. Solide overheidsfinanciën en duurzame maatregelen gericht op verbetering van het concurrentie- en groeipotentieel, zijn echter beide noodzakelijk voor een houdbare schulddispositie en van groot belang voor de soliditeit van de muntunie als geheel.

#### *Maatregelen op Europees niveau*

De afspraken van de eurotop van 21 juli over flexibilisering van de Europese Financial Stability Facility (EFSF) zijn geratificeerd. Daarmee kan de faciliteit onder voorwaarden ook worden ingezet voor de opkoop van staatsobligaties op de secundaire markt en voor de herkapitalisatie van banken. De bredere inzetbaarheid van de faciliteit is belangrijk om de negatieve wisselwerking tussen de overheidsfinanciën en de bankensector te doorbreken.

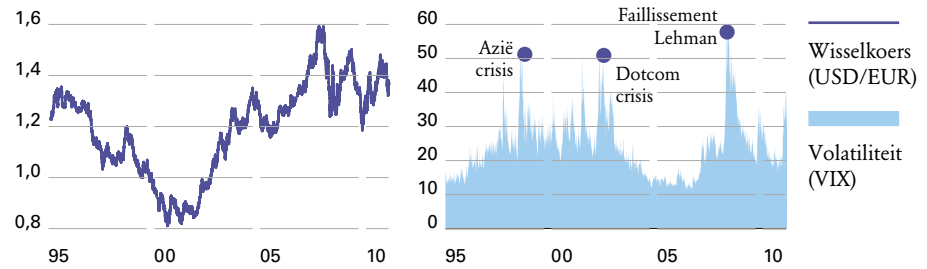
Tijdens de eurotop van 26 oktober hebben regeringsleiders afspraken gemaakt over een alomvattende aanpak van de Europese schuldencrisis. Deze afspraken zijn gericht op herstel van de schuldhoudbaarheid in kwetsbare landen en het beperken van verdere besmetting. De effectiviteit van deze afspraken hangt af van de nadere invulling. Om het vertrouwen van marktpartijen die twijfelen aan de Europese besluitvaardigheid blijvend te herwinnen, zullen Europese politici moeten aantonen dat zij deze besluiten snel en effectief in concrete maatregelen kunnen omzetten. Zo moeten zij de beloofde vergroting van de slagkracht van de EFSF doorvoeren, zodat het een geloofwaardig vangnet kan bieden indien grotere landen zoals Italië en Spanje in problemen komen.

Tegelijkertijd moet de opbouw van nieuwe onevenwichtigheden binnen het eurogebied worden voorkomen. Dit vraagt om versterking van de economische governance in Europa. De aanpassingen van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) en de nieuwe procedure voor macro-economische onevenwichtigheden, waarover het Europese Parlement en de Europese Raad in september een akkoord hebben bereikt, zijn een belangrijke stap in de goede richting, maar gaan niet ver genoeg. Verdergaande maatregelen gericht op het afdwingen van de naleving van gemaakte afspraken zijn nodig. Te denken valt aan automatische sancties en inperking van soevereiniteit voor landen die de regels herhaaldelijk overtreden. De Europese Commissie zal hiervoor op korte termijn met overtuigende voorstellen moeten komen. Van politieke sancties gaat druk uit zonder de neergang in een probleemland te versterken. Sancties moeten geloofwaardig blijven om te zorgen dat zij ook daadwerkelijk opgelegd zullen worden. Daarnaast moet er meer aandacht komen voor andere onevenwichtigheden dan op het terrein van begrotingsbeleid, zoals de concurrentiepositie van landen en het weerstandsvermogen van de financiële sector.

**Grafiek 4 Wisselkoers (USD/EUR) en VIX-index**

Dollars per euro (linker grafiek) en VIX-index (rechter grafiek), 1-1-1995 t/m 19-10-2011.

*Op financiële markten blijft de onzekerheid hoog*



Bron: Thomson Datastream en CBOE.

**Kans op een nieuwe recessie**

Door aanhoudend negatief nieuws over de gezondheid van ontwikkelde economieën blijft de volatiliteit op financiële markten hoog. Grafiek 4 toont de VIX-index, een maat voor onzekerheid en volatiliteit op aandelenmarkten. Deze index ligt fors hoger dan in de aanloop naar de crisis, zelfs vergeleken met de periode vlak voor de val van Lehman Brothers. Ook de euro-dollar-wisselkoers gedraagt zich veel grilliger dan voor de crisis. Dat is niet alleen een reflectie van onzekerheid over de Europese schuldencrisis, maar ook van veel tegenvallend nieuws uit de VS.

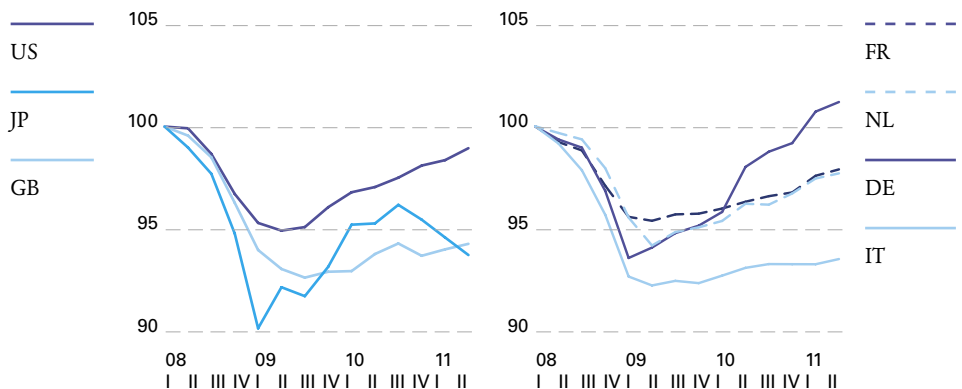
In de VS blijft de economische groei immers al enige tijd achter bij verwachtingen. Zowel prognoses als daadwerkelijke cijfers zijn gedurende 2011 herhaaldelijk neerwaarts bijgesteld. Na een scherpe economische contractie in 2008 komt het herstel moeilijk op gang. Het reële bbp per hoofd van de bevolking groeit weliswaar, maar is nog niet terug op het niveau van 2008. Voor Amerikaanse consumenten, die nog steeds met hoge schulden en dalende huizenprijzen kampen, blijft het herstel daarom aanvoelen als recessie. Ondertussen is de werkloosheid in de crisis opgelopen tot ruim 9 procent en blijft hardnekkig hoog. In Japan en het Verenigd Koninkrijk blijft de economische groei nog verder achter (grafiek 5).

Het gevolg van het zwakke herstel en het vele negatieve nieuws is dat het vertrouwen in nagenoeg alle westerse landen laag blijft (grafiek 6). In dit klimaat blijven

**Grafiek 5 Reëel bbp per hoofd van de bevolking**

Index: 2008K1 = 100.

*Het economisch herstel komt moeilijk op gang*

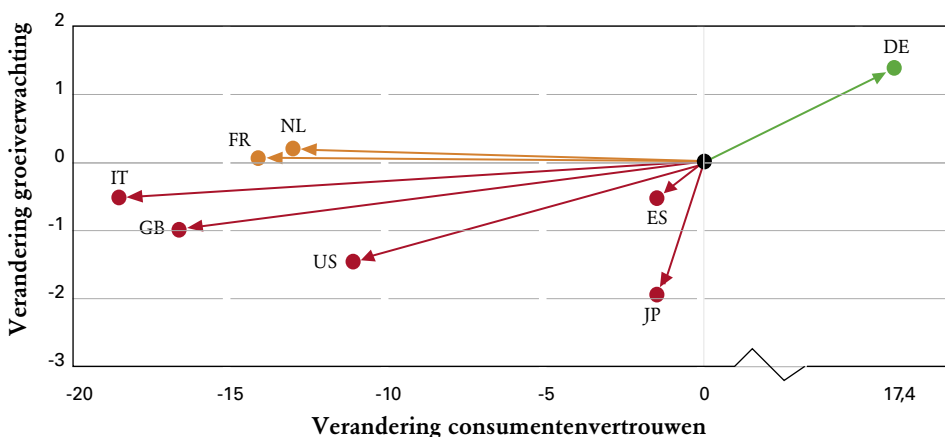


Bron: Thomson Datastream en de Wereldbank.



### Grafiek 6 Verandering in groeiverwachting en consumentenvertrouwen

Verandering van verwachtingen per sep. 2011 in vergelijking met jan. 2010, in procentpunten.



*In het merendeel van de landen daalt het consumentenvertrouwen*

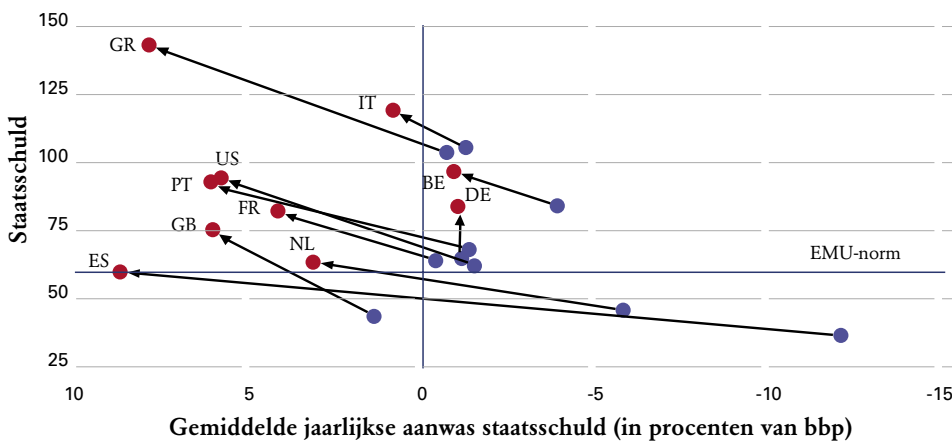
Bron: Thomson Datastream en Consensus forecast.

bedrijven en consumenten terughoudend met hun investeringen en bestedingen. Voortdurende onzekerheid over de economische ontwikkelingen en een toenemende angst voor een recessie kunnen een zichzelf versterkende, neerwaartse spiraal veroorzaken. Het risico op een dubbele dip – een nieuwe mondiale recessie, snel na de inzinking in 2008 – is nu duidelijk toegenomen. Tevens is een scenario denkbaar van een groot aantal jaren lage groei, waardoor ook de reële rente persistent laag blijft. De combinatie van lage rente, bankencrisis en vermogensprijscorrecties doet denken aan de ervaring van Japan, waar de economische groei inmiddels twee decennia dichtbij nul is.

De interactie van mondiale groeivertraging met de schulden crisis en het sentiment op financiële markten is gevaarlijk. Een wereldwijde recessie zal de schuldhoudbaarheid van landen verder doen verslechteren, wat verdere afkalving van het vertrouwen zal voeden. Een sterke (dubbele dip) of langdurige (Japan) groeivertraging zal

### Grafiek 7 Gezondheid overheidsfinanciën en staatsschuld voor en na de crisis

Gemiddelde jaarlijkse aanwas staatsschuld en staatsschuld, in procenten van bbp.



*De gezondheid van de overheidsfinanciën van westerse landen is sterk afgenomen*

Gemiddelde jaarlijkse aanwas staatsschuld = bbp-groei - (begrotingssaldo / staatsschuld). Betreft 3-jaars gemiddelden, 2005 t/m 2007 versus 2010 t/m 2012. Staatsschuld betreft 2007 versus 2010.

Bron: IMF - WEO.

tevens op diverse manieren de financiële stabiliteit in Nederland bedreigen. Dit OFS besteedt op verschillende plekken aandacht aan de implicaties voor Nederland: mogelijke kwetsbaarheden bij huishoudens (hoofdstuk 2), de overheid (box 2) en de financiële sector (hoofdstuk 3).

#### *Gevolgen voor de schuldhoudbaarheid*

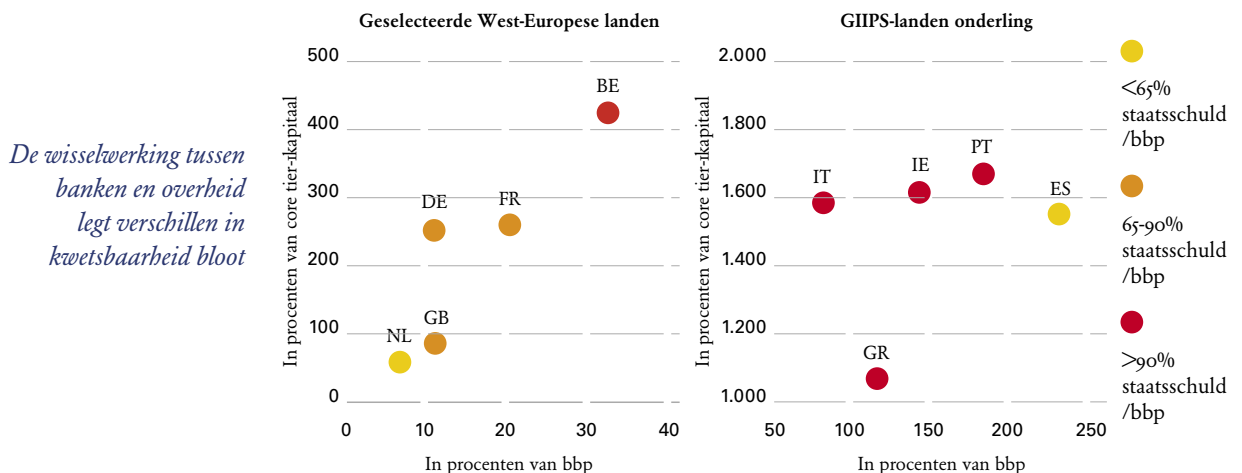
Gegeven de matige groeivoorzichten is er een reëel risico dat markten het vertrouwen in de schuldhoudbaarheid van meer landen verliezen. Dit probleem speelt breder dan in Europa alleen. In vrijwel alle ontwikkelde landen is sinds de crisis de staatsschuld fors opgelopen, de economische groei teruggevallen en het begrotingsaldo flink verslechterd. Om de schuldpositie van een land stabiel te houden moet de economische groei van een land gemiddeld genomen gelijk zijn aan het begrotingstekort als percentage van de staatsschuld. Om voldoende buffervermogen te hebben, moet ook de uitgangspositie van de staatsschuld niet te hoog zijn. In grafiek 7 bevindt een land met gezonde overheidsfinanciën zich rechtsonder in de grafiek. De positie van vrijwel alle landen is sinds de aanvang van de crisis verslechterd, in een aantal gevallen zelfs aanzienlijk.

In Europa is de interactie tussen de angst voor verborgen verliezen in de bankensector en de omvang van de staatsschuld cruciaal voor de perceptie van de schuldhoudbaarheid. Voor het begrijpen van deze wisselwerking is van belang hoeveel verliezen banken zelf kunnen opvangen, en hoeveel mogelijk voor rekening van de overheid komen. Twee maatstaven zijn de omvang van mogelijke probleemactiva ten opzichte van het bankenkapitaal en de relatieve omvang van deze activa ten opzichte van de draagkracht van de economie. In grafiek 8 zijn beide weergegeven. Op de horizontale as staan de vorderingen van banken op GIIPS-landen – Griekenland, Italië, Ierland, Portugal, en Spanje – uitgedrukt als percentage van het bbp, en op de verticale as als percentage van het bancaire core tier 1-kapitaal. Uiteraard is ook de uitgangspositie van de overheid belangrijk; de kleur van de bollen geeft de omvang van de staatsschuld weer.

De grafieken 7 en 8 laten zien dat er grote verschillen tussen Europese landen zijn, en zelfs tussen de GIIPS-landen onderling. In alle GIIPS-landen zijn de latente verliezen groot. In Griekenland, Ierland, en Portugal zijn zowel de omvang van de

#### **Grafiek 8 Vorderingen van nationale bankensectoren op GIIPS-landen**

In procenten, kleur van de bol geeft een indicatie van de omvang van de staatsschuld in procenten van bbp, ultimo 2010.



Bron: EBA, Eurostat en eigen berekeningen.

**Grafiek 9 Output gap**

In procenten, afwijking van potentieel bbp, 2001 t/m 2012.



*Het herstel in opkomende economieën verloopt voorspoedig, de VS en Europa blijven achter*

Bron: IMF - WEO april 2011.

staatsschuld als de gezondheid van de overheidsfinanciën een probleem. In Spanje is de gezondheid van de overheidsfinanciën weliswaar fors verslechterd, maar de staatsschuld is relatief laag. In Italië is het omgekeerde het geval.

Naast angst voor bancaire verliezen en de gezondheid van de overheidsfinanciën speelt ook politieke daadkracht om aanpassingen door te voeren een belangrijke rol in de perceptie van de kredietwaardigheid van een land. Voor Europese landen is dit duidelijk zichtbaar. Maar politieke onzekerheid was ook een belangrijke reden voor kredietbeoordelaar S&P om in augustus 2011 over te gaan tot een neerwaartse bijstelling van de kredietwaardigheid van de VS. Japan heeft eveneens een negatieve bijstelling gekregen.

**Opkomende economieën**

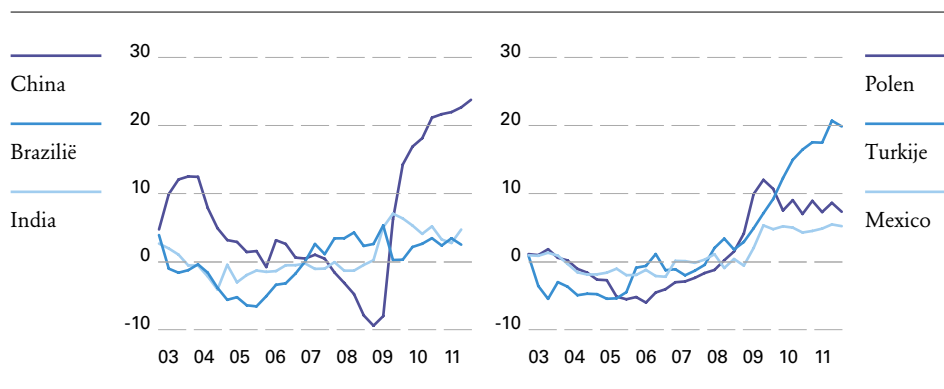
In tegenstelling tot de verslechterende vooruitzichten in de westerse economieën, rapporteren opkomende landen al enige tijd indrukwekkende groeicijfers. In Azië en Zuid-Amerika is sinds dit jaar zelfs weer sprake van een licht positieve output gap (grafiek 9). Dit betekent dat het bbp van de landen in deze regio's zich boven het trendmatige groeipad bevindt. Zolang in de westerse economieën balansherstel van de publieke en private sector voorop staat, zijn de opkomende economieën een belangrijke steun in de rug voor de wereldeconomie.

Hun snelle herstel is echter niet zonder risico's. De ruime monetaire condities en vrees voor lage groei in ontwikkelde economieën zorgen bij hoge groeiverwachtingen in met name Azië en Zuid-Amerika voor kapitaalstromen naar deze gebieden. Dit kan resulteren in opwaartse druk op kredietverlening en activaprijzen, en daarmee in oververhitting van de economie en zeepbelvorming. Het risico bestaat bovendien dat kapitaalstromen abrupt omslaan, door plotselinge risico-aversie van beleggers. Een belangrijke indicator voor financiële onevenwichtigheden is de kredietgroei. Hoge kredietgroei kan leiden tot een verslechterde kwaliteit van de activa doordat financiële instellingen hun verstrekingsvoorwaarden te ver versoepelen. In een groot aantal opkomende economieën ligt de kredietgroei boven de trend (grafiek 10). Een uitschieter is Turkije, maar in China ligt de kredietgroei eveneens hoog. Nederlandse financiële instellingen die hier actief zijn, moeten rekening houden met de mogelijke kwetsbaarheid van deze landen.

### Grafiek 10 Kredietontwikkeling in opkomende markten

Trendafwijking = werkelijk – trend, in procentpunten, 2003 K1 t/m 2011 K1.

*De kredietgroei in opkomende economieën ligt boven de toch al hoge trend*



Bovenstaande grafieken tonen de afwijking van de krediet/bbp-ratio van haar trendmatige ontwikkeling. Trend is berekend aan de hand van lineaire regressie.  
Bron: Thomson Datastream.

Voor opkomende markten die voor hun groei afhankelijk zijn van uitvoer, is het haperende herstel in ontwikkelde landen een extra risico. Dit geldt ook voor China, in economisch opzicht de spil van de Zuidoost-Azië. Duurzame maatregelen die de binnenlandse vraag bevorderen, maken de eigen economie minder kwetsbaar én verbeteren de weerbaarheid van de wereldeconomie.

Immers, juist nu veel opkomende economieën het hoogtepunt van hun conjunctuurcyclus naderen, bestaat het risico dat plotseling de bodem onder de groei wegvalt. Een harde landing van opkomende markten zal de wereldeconomie als geheel verder vertragen. Dat zal de problemen waar de westerse landen mee kampen verdiepen. Dat geldt ook voor Nederland, aangezien onze conjunctuur sterk wordt beïnvloed door ontwikkelingen in het buitenland.

## 2 De Nederlandse reële economie

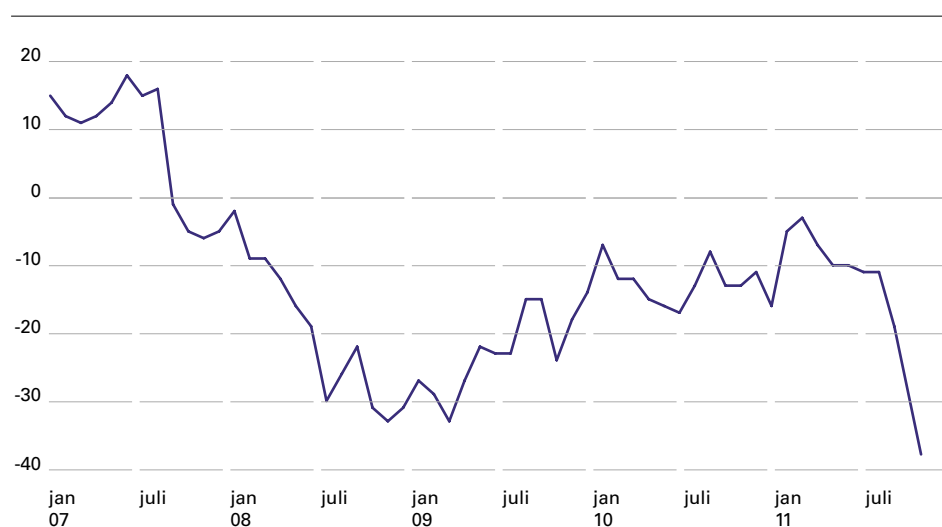
*Het vertrouwen van Nederlandse consumenten is de afgelopen maanden fors gedaald en de dreiging van een nieuwe recessie neemt toe. Huishoudens hebben een hoge schuldquote en een conjunctuurvertraging kan kwetsbaarheden blootleggen. De schuldpositie van de overheid is beter, maar het begrotingstekort is hoger dan past bij een stabiele schuldquote en de vooruitzichten voor de overheidsfinanciën zijn met onzekerheid omgeven. Om voldoende buffers te hebben om toekomstige economische schokken op te vangen, moet de overheid vasthouden aan prudent begrotingsbeleid.*

De onrust op de financiële markten drukt het vertrouwen van Nederlandse consumenten. In augustus, september en oktober 2011 daalde de index van consumentenvertrouwen fors (grafiek 11), wat doorgaans een voorbode is van een vertragende conjunctuur. Dit blijkt ook uit recente ramingen. Volgens CPB-berekeningen zal de Nederlandse economie in 2012 slechts met 1 procent groeien. De werkloosheid loopt sinds medio 2011 op en bedraagt ruim 5 procent.

De Nederlandse kredietgroei is tijdens de crisis duidelijk ingezakt maar, in tegenstelling tot elders in Europa, positief gebleven (grafiek 12a en 12b). Deze gematigde kredietgroei is op zichzelf gunstig en heeft waarschijnlijk de economische neergang van de afgelopen jaren nog enigszins beperkt. Tegelijkertijd lag voorafgaand aan de crisis zowel de zakelijke als hypothecaire kredietgroei langdurig boven de trendmatige ontwikkeling. Vooral huishoudens hebben historisch hoge schulden terwijl andere vermogenscomponenten – zoals de eigen woning – in waarde zijn gedaald.

### Grafiek 11 Vertrouwen Nederlandse consumenten

Saldo van positieve en negatieve antwoorden, in procenten, januari 2007 t/m oktober 2011.

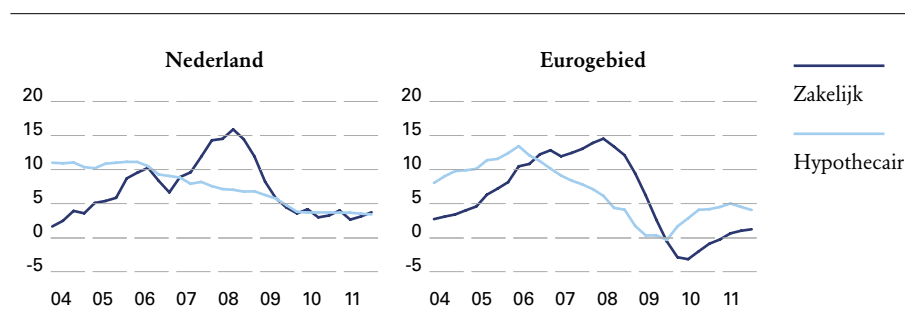


*Ook in Nederland is het vertrouwen fors gedaald*

Bron: CBS.

### Grafiek 12a Bancaire kredietgroei

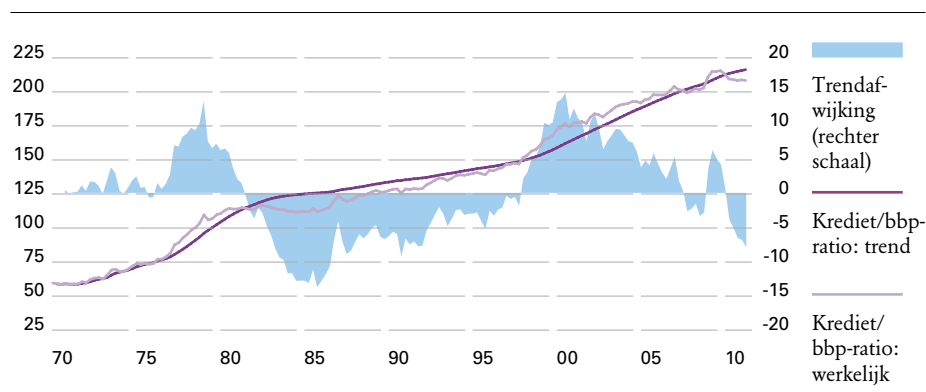
Jaar-op-jaar mutatie in procenten; Nederlandse kredietgroei cijfers zijn geschoond voor securitisaties, 2004 K1 t/m 2011 K3.



Bron: DNB, ECB.

### Grafiek 12b Kredietontwikkeling Nederland

Ratio's in procenten van bbp. Trendafwijking = werkelijk – trend, 1970 K1 t/m 2011 K2.



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

Onder Bazel III moeten banken een extra kapitaalbuffer opbouwen in tijden van overmatige kredietgroei, waarop zij kunnen interen tijdens een crisis. De verhouding tussen nationale kredietverlening en het bbp zal in de toekomst een belangrijke indicator zijn voor bufferbeslissingen van DNB. Daarbij gaat het vooral om de afwijking van deze krediet/bbp-ratio ten opzichte van haar langetermijntrend. Indien deze afwijking substantieel is, kunnen de autoriteiten besluiten de buffereis – die in normale tijden op nul staat – te activeren of te verhogen. Vooruitlopend op de invoering van de contracyclische buffer in 2016 zal de krediet/bbp-ratio worden opgenomen in het Overzicht Financiële Stabiliteit. Voor meer informatie, zie OFS 13, voorjaar 2011.

## Huishoudens en huizenmarkt

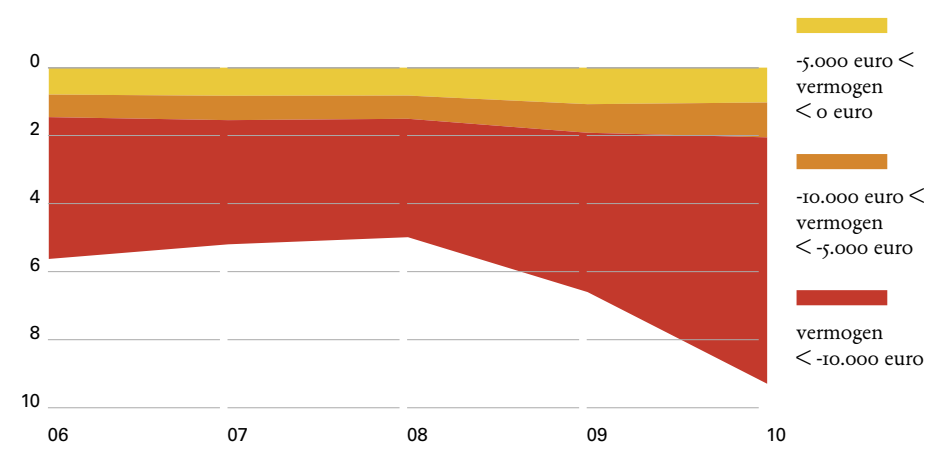
Een inzakkende conjunctuur heeft additionele gevolgen voor huishoudens, die al kwetsbaar zijn door de hoge schuldquote. Dalende reële lonen en een olopende werkloosheid zetten de inkomenspositie onder druk. Een steeds groter deel van de huishoudens heeft een negatief netto vermogen (grafiek 13). De geringe vermogensbuffers vergroten tevens de wisselwerking met de reële economie, omdat huishoudens sneller gedwongen zijn om hun consumptiepatroon aan te passen.

Voor de meeste huishoudens is het woningbezit de grootste vermogenscomponent. De gestage daling van de huizenprijzen verslechtert hun positie verder en vergroot bovendien de kans op schuldproblemen wanneer zij, bijvoorbeeld bij werkloosheid, hun woning (gedwongen) tegen een lage prijs moeten verkopen. De gemiddelde huizenprijs is nu ongeveer 8 procent gezakt ten opzichte van de piek in 2008 en het aantal woningtransacties ligt ongeveer 40 procent lager dan in de periode voor de kredietcrisis.

Omdat huizenbezit zo'n groot aandeel vormt van de gezinsvermogens, leiden dalende huizenprijzen en een teruglopend aantal transacties tot onrust. De Nederlandse

### Grafiek 13 Huishouden met negatief vermogen

In procenten van totaal aantal huishoudens, standen per 1 januari.



*Steeds meer huishoudens hebben een negatieve vermogenspositie*

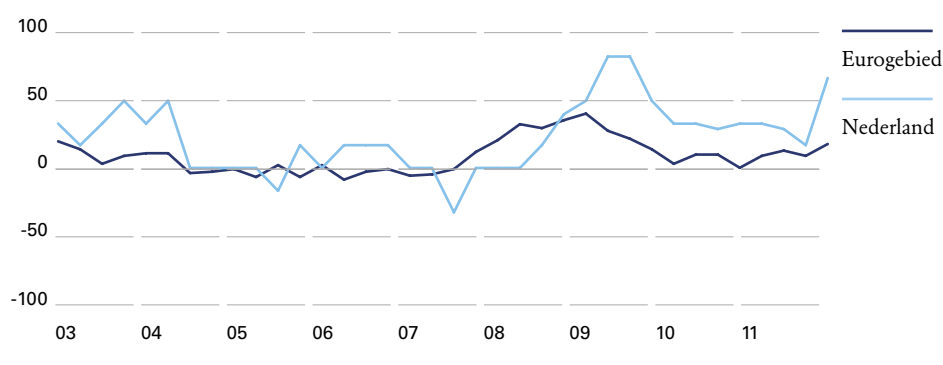
Bron: CBS.

overheid heeft verschillende tijdelijke maatregelen genomen om de huizenmarkt te stimuleren. Om te beginnen heeft zij de voorwaarden van de Nationale Hypotheek Garantie (NHG) verruimd. De maximale woningwaarde om voor de garantie in aanmerking te komen is verhoogd van EUR 265.000 tot EUR 350.000. Via de NHG neemt de overheid een groot deel van het kredietrisico over. Hierdoor kunnen kredietverleners een kunstmatig lage rente vragen. Dat vergroot de leencapaciteit van huishoudens. Daarnaast heeft de overheid de maximale periode verlengd waarin huishoudens recht hebben op dubbele hypotheekrenteaftrek wanneer ze een nieuw huis hebben gekocht, maar hun oude huis nog niet hebben verkocht. Dit verhoogt zowel de leencapaciteit als de liquiditeit van de markt. Ten slotte is ook de overdrachtsbelasting verlaagd van 6 procent naar 2 procent. Deze laatste maatregel is de enige van de drie die de fricties op de huizenmarkt daadwerkelijk vermindert. Omdat de maatregel echter tijdelijk van aard is, bestaat de kans dat zij vooral tijdelijke gedragsreacties uitlokt.

Maatregelen die de werking van de huizenmarkt bevorderen, zoals het permanent verlagen van de overdrachtsbelasting, kunnen helpen de markt vlot te trekken. Stimuleringsmaatregelen die de leencapaciteit van huishoudens slechts verder vergroten kunnen beter worden vermeden. De schuld van huishoudens is bijna nergens

### Grafiek 14 Acceptatiecriteria hypotheken

Stijging is aanscherping, 2003 K1 t/m 2011 K3.



*Hypotheekvoorwaarden worden aangescherpt en de vraag naar hypotheken daalt*

Betreft percentage positieve minus negatieve antwoorden.  
Bron: DNB en ECB Bank Lending Survey.



zo hoog als in Nederland. Ondanks de aanscherping van de verstrekingscriteria voor hypothecaire leningen vanaf het begin van de crisis (grafiek 14), is de hypothecaire kredietverlening sindsdien geen enkel kwartaal gekrompen. Sinds 2007 is zelfs sprake van een toename met ongeveer 25 procent.

Het huidige samenspel van regelgeving en hypothecaire kredietverlening leidt tot kwetsbaarheden bij huishoudens, maar ook bij banken (zie hoofdstuk 3) en via de achtervangfunctie bij de NHG zelfs bij de overheid. Duurzame maatregelen zijn nodig om onevenwichtigheden op de huizenmarkt tegen te gaan. Het is wel van belang deze op een geleidelijke en voorspelbare manier in te voeren. Gezinnen en kredietverleners hebben dan tijd om zich aan te passen aan de nieuwe omstandigheden.

Afbouw van de fiscaal gestimuleerde schuld is nodig om het weerstandsvermogen van huishoudens en verstrekkers van hypothecair krediet structureel te verbeteren. De hypotheekrenteaftrek stimuleert het aangaan van schuld en ontmoedigt aflossing. Een gewenste verbetering zou zijn om de renteaftrek te bepalen op basis van een fictief aflossingsschema. Renteaftrek boven dit, bijvoorbeeld annuïtaire, schema zou dan niet langer mogelijk zijn, zodat terugbetalen tijdens de looptijd niet wordt ontmoedigd. Wel blijft de prikkel tot maximaal lenen bestaan, en het blijft daarom wenselijk LTV-ratio's (het leenbedrag ten opzichte van het onderpand) in de toekomst verder terug te brengen.

De nieuwe Gedragscode Hypothecaire Financiering is een stap in de goede richting om overkreditering te voorkomen. Deze gedragscode stelt een limiet aan de LTV-ratio van 106 procent en beperkt het aflossingsvrije deel van de hypotheek. Kredietverleners moeten deze gedragscode strikt naleven. Overigens is met een LTV-limiet van 106 procent de omvang van de lening nog steeds groter dan de waarde van het onderpand, waardoor met name starters op de huizenmarkt financieel kwetsbaar zijn als huizenprijzen dalen.

## **Overheid**

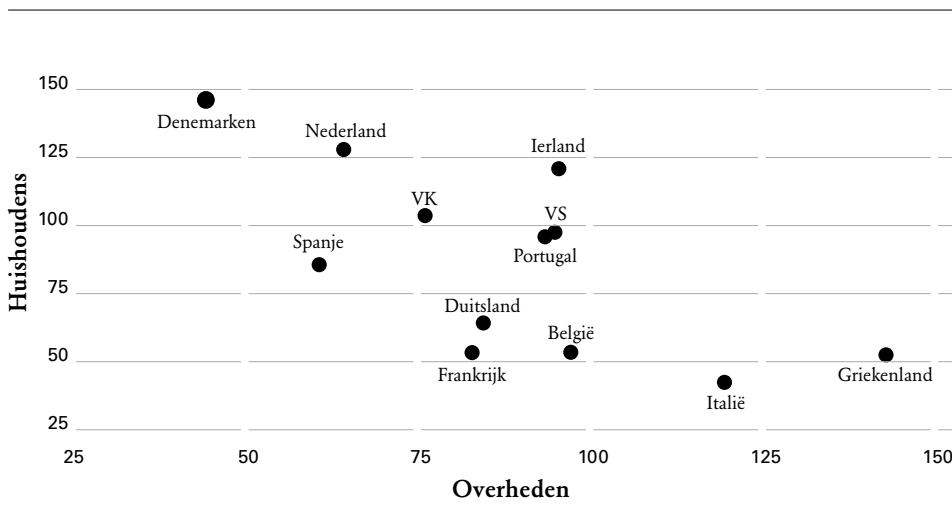
De schuldpositie van de Nederlandse overheid is tijdens de crisis verslechterd, maar is internationaal gezien nog steeds gematigd (grafiek 15). Een solide overheid is essentieel om toekomstige economische schokken op te vangen, de effecten van de vergrijzing te weerstaan en om het vertrouwen van financiële markten te behouden. De overheid moet de gunstige uitgangspositie daarom borgen.

Het bestaan van impliciete en expliciete staatsgaranties en de gevoeligheid van het begrotingssaldo voor de economische conjunctuur zijn belangrijke risico's voor de schuldhoudbaarheid. Eerdere overheidsmaatregelen om de financiële sector te steunen drukken nog altijd op de staatsschuld. Ook de impact van de economische recessie van 2008 en 2009 op de Nederlandse overheidsfinanciën is duidelijk zichtbaar. Dit is eveneens het geval in andere landen. Met uitzondering van Estland en Luxemburg ondergaan alle eurolanden momenteel een excessief-tekortprocedure om het begrotingstekort binnen een vastgesteld tijdpad terug te dringen tot onder de norm van 3 procent van het bbp. Nederland heeft zich gecommitteerd het begrotingssaldo in 2013 binnen de tekortnorm te brengen.

Aan het begin van de kabinetsperiode is bovendien afgesproken dat bij een afwijking van meer dan 1 procentpunt van het toen voorziene begrotingssaldo, verder bezuinigd moet worden (grafiek 16). Het Nederlandse overheidstekort is het afgelopen jaar licht afgenomen, van 5,6 procent in 2009 tot 5,1 procent in 2010. Volgens ramingen in de Miljoenennota zal het begrotingstekort in 2011 dalen tot 4,2 procent in 2011, en in 2012 nipt uitkomen onder de 3 procent-norm, nog net binnen de afgesproken band-

### Grafiek 15 Schuld van huishoudens en overheden

In procenten van bbp.



*Nederlandse huishoudens hebben vrijwel de hoogste schuld ter wereld*

Huishoudens betreffen cijfers per 2009 en voor overheden per 2010.  
Bron: OECD en IMF.

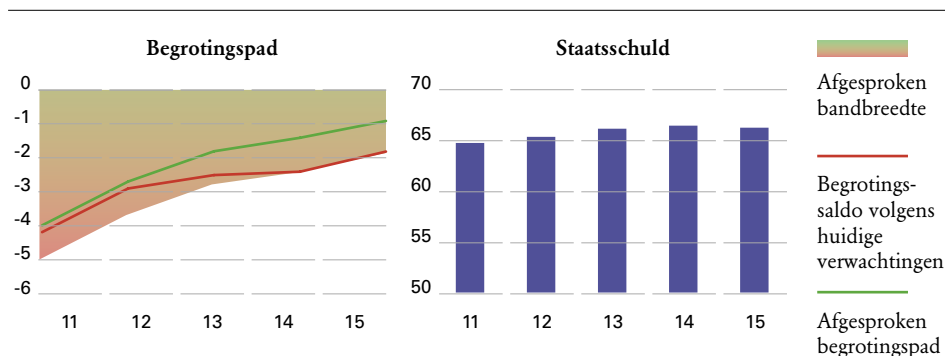
breedte. Naar verwachting zal de totale overheidsschuld in dat jaar 65 procent van het bbp bedragen. De onzekerheden in deze schattingen zijn echter uitzonderlijk groot. Reeds bij een geringe verdere groeivertraging zullen verdere bezuinigingen noodzakelijk zijn om aan de afspraken te blijven voldoen en de geloofwaardigheid ervan te behouden.

De verbreding en verdieping van de schulden crisis zet de overheidsfinanciën verder onder druk. De Europese leiders hebben op 21 juli 2011 maatregelen aangekondigd om uitbreiding van de crisis tegen te gaan. Dit resulteert in een verhoging van de Nederlandse garanties voor de EFSF naar maximaal EUR 100 miljard.

Het vertrouwen in de Nederlandse overheid blijft niettemin onverminderd groot. De risicopremie op staatspapier behoort tot de laagste van het eurogebied, mede omdat Nederland profiteert van de vlucht naar veilige activa. Een schokproef (stresstest) die de Nederlandse overheid heeft uitgevoerd op de overheidsfinanciën ondersteunt het gunstige beeld van de schokbestendigheid: de uitkomsten laten zien dat de staatsschuld nog wel een flinke klap kan opvangen (box 2). Gezien

### Grafiek 16 Begrotingsafspraken Nederland

In procenten van bbp.



*De overheid heeft weinig ruimte om tegenvallers op te vangen*

De begrotingsregels staan een maximale afwijking van één procentpunt ten opzichte van het afgesproken begrotingspad uit de startnota van het kabinet toe. Begrotingssaldo betreft EMU-saldo.  
Bron: Miljoenennota 2012 en startnota (ministerie van Financiën, 09-11-2010).

de huidige bedreigingen voor de overheidsfinanciën, is de schokproef een nuttig instrument om de gevolgen van een nieuwe recessie en een aantal impliciete garanties van de Nederlandse overheid in kaart te brengen. Het is wenselijk dat de overheid de schokproef verder uitbouwt en dat deze een vast onderdeel wordt van de begrotingscyclus.

#### **Box 2: Schokproef Nederlandse overheid**

Op Prinsjesdag heeft het ministerie van Financiën tegelijkertijd met de Miljoenennota de schokproef van de Nederlandse overheidsfinanciën gepresenteerd. De schokproef is een eerste poging om met een risicogerichte blik naar de overheidsfinanciën te kijken. De schokproef beschrijft de gevolgen van verschillende financieel-economische schokken voor de ontwikkeling van begrotingstekort en overheidsschuld. Alle scenario's gaan uit van een dubbeledip-recessie. In sommige van deze scenario's zijn extra schokken toegevoegd, zoals een hernieuwde financiële crisis of een verergering van de schuldencrisis. De berekeningen houden rekening met de correlaties tussen verschillende risico's en met indirecte effecten via bijvoorbeeld garantstellingen aan de financiële sector.

In al deze scenario's loopt de schuld over een periode van 5 jaar op met 20 tot 30 procentpunt van bbp ten opzichte van de huidige verwachtingen, tot een maximum van 95 procent van bbp. Deze uitkomsten illustreren dat de Nederlandse overheidsfinanciën een klap kunnen opvangen. Tegelijkertijd laat de verslechtering van de overheidsfinanciën in de berekeningen het belang zien van zowel een staatsschuld van maximaal (maar liever minder dan) 60 procent van bbp als het beperkt houden van garantieregelingen.

Het verdient nadruk dat de schokproef slechts een eerste stap is om de risico's voor de overheidsfinanciën in beeld te brengen. Vervolgstappen zijn nodig; de situatie van landen als Ierland en Spanje illustreert dat begrotingstekort en staatsschuld lang niet alles zeggen over de capaciteit van een land om klappen op te vangen. Spanje kampt met structurele concurrentieproblemen waardoor markten de verdien capaciteit van het land in twijfel trekken, terwijl de Ierse overheid zich heeft vertild aan garanties voor de grote bankensector.

### 3 De Nederlandse financiële sector

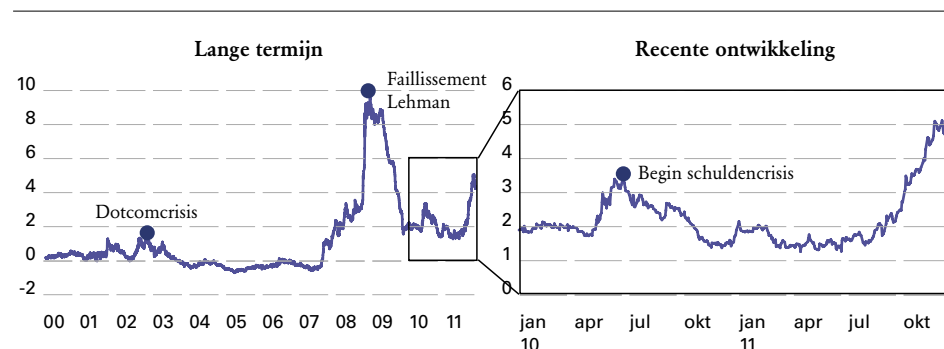
*Nederlandse instellingen opereren op dit moment in een uitzonderlijk onzekere omgeving. Voor banken en verzekeraars staat de winst onder druk, wat het opbouwen van buffers en de migratie naar nieuwe toezichtseisen bemoeilijkt. Levensverzekeraars kampen bovendien met een dalende afzet en afbrokkelend vertrouwen door een langsepende misselling-affaire, een lage rente en stijgende levensverwachting. Bij veel pensioenfondsen is de dekkinggraad onder de minimumeis gezakt. Voor banken lopen financieringskosten en voorzieningen voor kredietverliezen op. Verdere versterking van buffers is nodig om ook in de toekomst de toegang tot financieringsmarkten veilig te stellen.*

De omgeving waarin Nederlandse instellingen opereren heeft zich in het afgelopen halfjaar ongunstig ontwikkeld. Grafiek 17 toont het beloop van de financiële-stressindex voor Nederland, die spanningen meet op vier voor Nederland belangrijke financiële markten. De financiële condities in Nederland worden sterk beïnvloed door de ontwikkelingen in de internationale omgeving: toenemende onzekerheid als gevolg van de schulden crisis en het risico op een dubbele dip. Vanaf juni loopt de index fors op door verhoogde volatiliteit in de bankensector en op obligatie- en aandelenmarkten. Het stressniveau ligt in september 2011 ruim boven het niveau van mei 2010, het begin van de Europese schulden crisis, en boven het niveau in augustus 2008 voor de val van Lehman Brothers, maar nog altijd lager dan in de periode na dat faillissement.<sup>1</sup>

Indien de onzekerheid voortduurt en de conjunctuur verder vertraagt, zullen ook de resultaten van financiële instellingen onder druk komen te staan. Stresstesten tonen aan dat de Nederlandse banken en verzekeraars een scenario van nieuwe economische stagnatie in principe kunnen dragen. Een voorwaarde is wel dat besmetting als

#### Grafiek 17 Financiële stressindex

1-1-2000 t/m 19-10-2011.



*De omgeving van financiële instellingen ontwikkelt zich ongunstig*

FSI is gebaseerd op vier sub-indicatoren; obligatiemarkt, aandelenmarkt, valutamarkt en enkele markten specifiek gerelateerd aan de Nederlandse bankensector.

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

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

gevolg van de schulden crisis ingedamd blijft. De stresstesten geven geen inzicht in de impact van de huidige risico's over de schuldpositie van overheden en de daarmee samenhangende financieringsproblematiek op de soliditeit van de instellingen. Financiële instellingen kunnen zelf bijdragen aan het behoud van vertrouwen, door zo transparant mogelijk te zijn over de blootstelling aan mogelijke probleemactiva – perifere uitzettingen, maar ook bijvoorbeeld commercieel vastgoed – en over de verliezen die daar uit voort kunnen vloeien.

### Banken

De verslechterende economische omstandigheden komen tot uiting in de dalende winstgevendheid van Nederlandse banken. Toch maken banken nog steeds winst, terwijl zij tijdens de kredietcrisis rode cijfers schreven. De winsten zijn wel afgenomen van EUR 2,9 miljard in het eerste kwartaal naar EUR 1,4 miljard in het tweede kwartaal van 2011. Grafiek 18 laat zien dat een groot deel van de afname van de winst is toe te schrijven aan een toename van de voorzieningen. De toename in de afgelopen jaren duidt erop dat banken verliezen verwachten in de kredietportefeuille. In het tweede kwartaal van 2011 hebben banken meer aan de voorzieningen toegevoegd dan in enig kwartaal sinds begin 2010. Naast hogere voorzieningen leggen banken ook grotere kapitaalbuffers aan voor onverwachte verliezen. Het is positief dat banken een groot deel van de winst hebben gebruikt om de buffers te versterken. Deze zijn EUR 3,8 miljard hoger dan een jaar geleden.

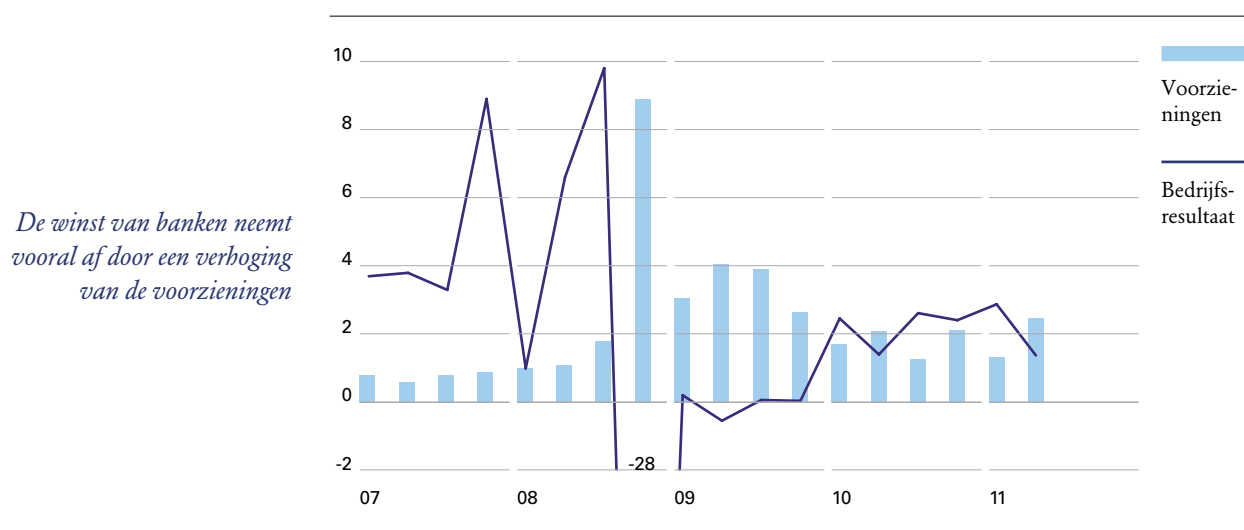
#### Migratie naar Bazel III

De versterking van de buffers door banken wordt vooral gedreven door druk van marktpartijen, maar ook door hogere toezichteisen. De nieuwe toezichtregelgeving Bazel III vergroot de weerbaarheid van banken door hogere eisen te stellen aan de omvang en kwaliteit van de kapitaalbuffers. In het toezicht van DNB is de migratie naar Bazel III een belangrijk aandachtspunt. DNB heeft alle banken gevraagd plannen in te dienen waarin zij beschrijven hoe zij aan de nieuwe toezichteisen verwachten te voldoen en wat de implicaties zijn voor hun strategie.

Hoewel Bazel III voorziet in een ingroeipad, streven de Nederlandse banken ernaar vroegtijdig te voldoen aan de nieuwe eisen. Nederlandse banken hebben sinds 2009

### Grafiek 18 Bedrijfsresultaat en voorzieningen - Nederlandse bankensector

Kwartaalcijfers, in EUR miljard, 2007 K1 t/m 2011 K2.



Bedrijfsresultaat vierde kwartaal 2008 is -28,3 EUR miljard.  
Bron: DNB.

al grote stappen gezet om de kapitaalpositie te verbeteren. Grafiek 19 laat zien dat de huidige solvabiliteitsratio internationaal gezien gunstig is. Toch zegt dit niet alles over de weerbaarheid in de komende jaren. Voor de belangrijkste solvabiliteitseis, de core tier 1-ratio, tellen in de toekomst slechts kapitaalinstrumenten van de hoogste kwaliteit mee. Banken moeten nog een inspanning leveren om te zorgen dat hun kapitaal aan de hogere kwaliteitseisen voldoet.

Veel banken willen naar de nieuwe kapitaaleisen toegroeien door winstinhouding. Nu het risico op een dubbele dip of zelfs langdurig lage groei toeneemt, rijst de vraag of banken in de komende jaren voldoende winstgevend zullen zijn om de buffers langs deze weg te versterken. Bij een lagere groei zal er minder behoefte zijn aan financiële dienstverlening, kunnen handelsresultaten en provisies tegenvallen en zullen wanbetalingen in de kredietportefeuille hoger zijn. Daarnaast zorgt de schuldencrisis voor oplopende financieringskosten en mogelijk ook voor verliezen op staatsobligaties en op de kredietportefeuille in kwetsbare landen.

De nieuwe regelgeving stelt ook eisen aan de verhouding tussen het balanstotaal (ongecorrigeerd voor risico) en de minimale hoeveelheid kapitaal, de zogeheten hefboom. De hoge solvabiliteitsratio van Nederlandse banken is mede het gevolg van een lage gemiddelde risicoweging. Dit komt tot uiting in een relatief omvangrijk balanstotaal van de Nederlandse banken waardoor hun hefboom tot de hoogste van Europa behoort (grafiek 19).

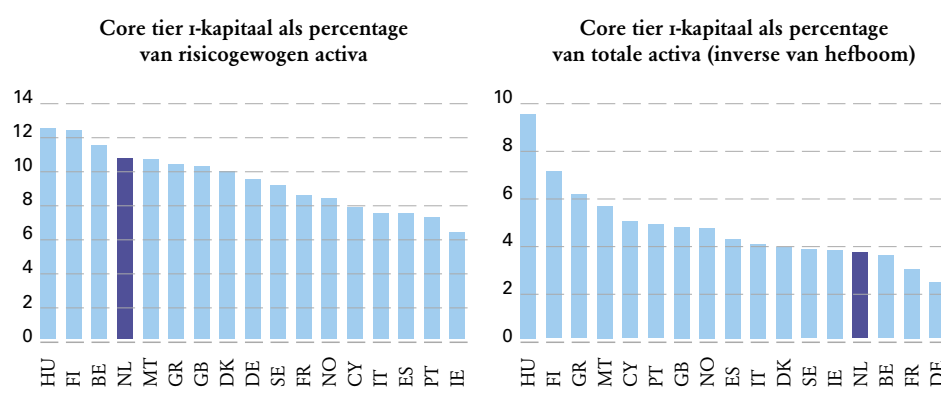
#### Structuur van de sector

Verschillende marktimperfecties dragen bij aan het omvangrijke balanstotaal van de Nederlandse sector. Een combinatie van fiscale stimulering van hypothecair krediet, relatief lage bijbehorende risicogewichten, en goedkope financiering, zorgen ervoor dat Nederlandse banken een relatief omvangrijke kredietportefeuille en een grote financieringsbehoefte hebben. De hypothecaire leningen van Nederlandse huishoudens zijn fors in vergelijking met andere Europese landen (hoofdstuk 2). De hoeveelheid spaargeld bij banken is in lijn met het Europese gemiddelde. Het verschil tussen deze deposito's en de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven, het zogeheten deposito-financieringsgat, is voor Nederlandse banken daarmee groter dan voor andere Europese banken, en bedraagt circa EUR 480 miljard (grafiek 20).

Het gevolg van dit financieringsgat is dat banken afhankelijk zijn van alternatieve financieringsbronnen. In het verleden was marktfinanciering een relatief goedkope

### Grafiek 19 Kapitaalpositie grootbanken per land

In procenten van risicogewogen activa (links) en in procenten van totale activa (rechts), ultimo 2010.



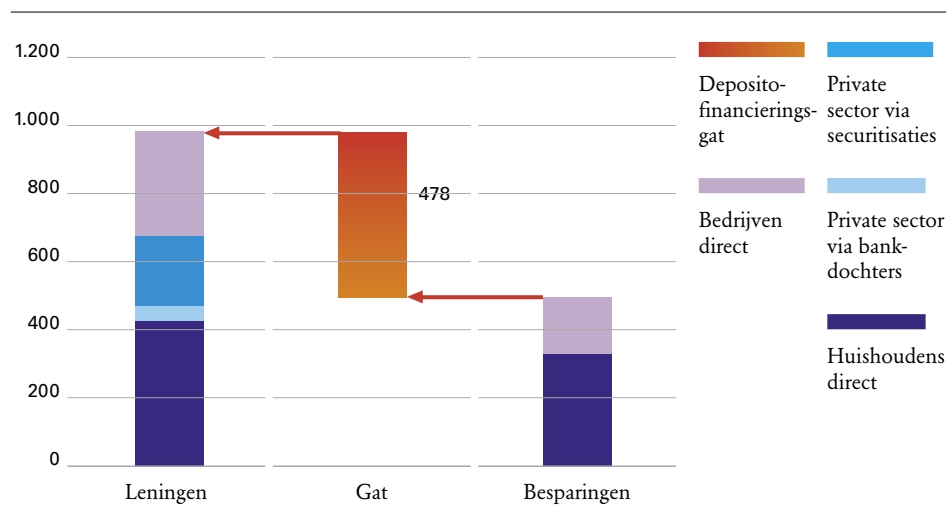
*De core tier 1-ratio van Nederlandse instellingen is hoog, maar de hefboom is dat ook*

Bron: EBA.

### Grafiek 20 Depositofinancieringsgat van de binnenlandse bankensector

In EUR miljard, 2011 K2.

*Nederlandse banken hebben een grote financieringsbehoefte*



Private sector via securitisaties bevat voornamelijk hypotheekleningen.  
Bron: DNB.

manier om dit gat te dichten. Fiscale voordelen voor vreemd vermogen, korte looptijden die het risico voor financiers beperkten, en de perceptie van marktpartijen dat overheden banken niet failliet laten gaan, zorgden ervoor dat banken lage vergoedingen voor financiering betaalden. Marktfinanciering met een korte looptijd kan echter razendsnel opdrogen, zoals bleek tijdens het stilvallen van de interbancaire markt in 2008 en uit het feit dat ook in de zomer van 2011 financieringscondities fors zijn verslechterd. Ook de animo van investeerders voor het verschaffen van langetermijnfinanciering, waarvan de risico's minder gemakkelijk zijn te overzien, is sterk afgenomen.

De nieuwe Bazelse regelgeving vereist dat het financieringsgat gedicht wordt met langere financiering. Een trend die zich in de afgelopen periode heeft doorgezet is het aantrekken van lange financiering via de uitgifte van gedekte obligaties (grafiek 21). Hierbij geven instellingen een deel van de hypothecaire portefeuille in onderpand. Door de hoge LTV-ratio's in combinatie met het grote percentage aflossingsvrije hypotheekleningen in Nederland moet de waarde van het onderpand ruim boven de waarde van de aangetrokken lening liggen om investeerders voldoende zekerheid te bieden. Gedekte financiering geldt als een stabiele financieringsvorm, omdat investeerders zo goed als geen risico op verlies lopen.

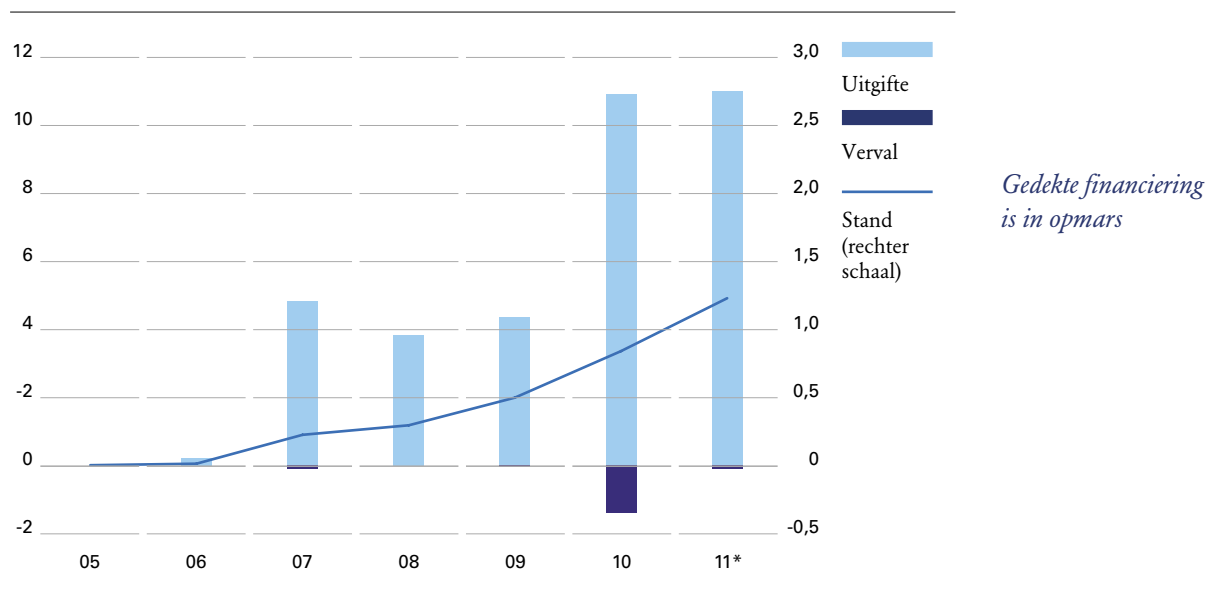
Deze zekerheid gaat echter ten koste van die van overige vermogensverschaffers, inclusief depositohouders. Door de preferente beklemming van de hypotheekleningen die als onderpand zijn afgegeven, beschikken overige vermogensverschaffers bij een faillissement over een kleiner deel van de balans, en lopen dus een groter risico hun geld te verliezen. In het ergste geval komt een deel van de verliezen terecht bij het depositogarantiestelsel. Gezien de huidige spanningen op de financieringsmarkten is het begrijpelijk dat banken hun toevlucht zoeken tot gedekte financiering. Toch is hier terughoudendheid gewenst, om in de toekomst toegang te behouden tot ongedekte financiering zonder overheidsachtervang.

De structuur van de Nederlandse bankensector maakt de toegang tot financiering kwetsbaar voor problemen met de hypothecaire activa. Een daling van huizenprijzen zal de uitgifte van met hypotheekleningen gedekte obligaties bemoeilijken, terwijl significante kredietverliezen kunnen leiden tot bijstortverplichtingen aan de



**Grafiek 21 Gedekte obligaties - Nederlandse bankensector**

In EUR miljard, in procenten van balanstotaal (rechter schaal).

*Gedekte financiering is in opmars*

\* Cijfers tot 19 okt. 2011.  
Bron: Dealogic en DNB.

obligatiehouders. Oplopende verliezen zullen het uitgeven van securitisaties en het aantrekken van verschillende vormen van financiering met minder zekerheden lastiger en duurder maken. Om het vertrouwen van financiers te borgen, zullen instellingen hun buffers verder moeten versterken, of de financieringsbehoefte geleidelijk moeten afbouwen.

**Verzekeraars***Resultaten verzekeraars*

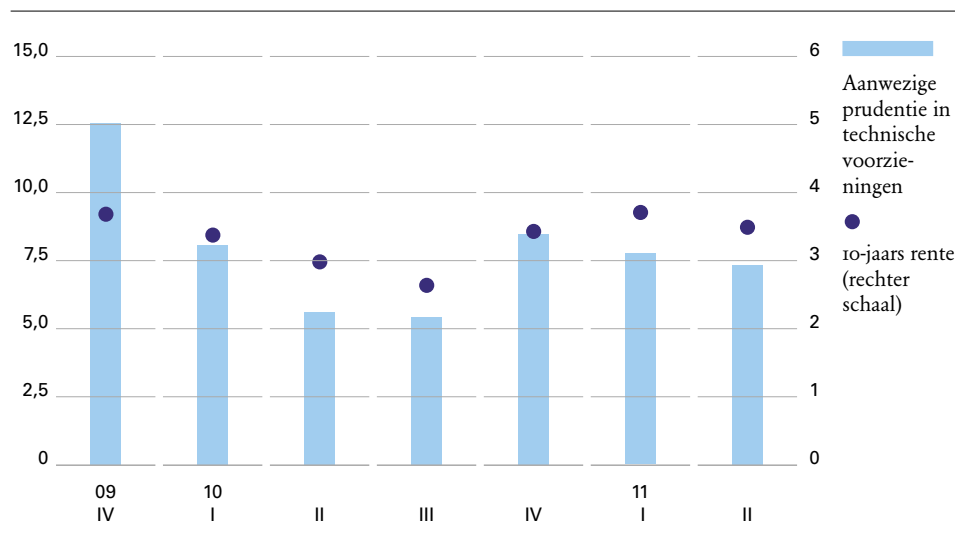
Terwijl banken zich opmaken voor nieuwe kapitaaleisen onder Bazel III, zijn Europese verzekeraars volop bezig met de voorbereiding op het nieuwe toezicht- raamwerk Solvency II. Veel verzekeraars trachten hun kapitaalpositie te verbeteren en de vereiste solvabiliteit te verminderen door risicovolle activa of bedrijfsonderdelen af te stoten. Daarnaast proberen veel verzekeraars, net als banken, aan de nieuwe eisen te voldoen door winstinhouding. Zij lopen daarbij risico's in het geval van verder tegenvallende economische groei. Vooral het risico van een langdurig lage lange rente is problematisch: deze maakt het moeilijker om aan polishouders gegarandeerde rendementen te verdienen op investeringen. Levensverzekeraars houden hiervoor onder het huidige toezichttraamwerk Solvency I een buffer (de zogeheten "prudentie") aan in de technische voorzieningen. In tijden van lage rente wordt deze echter uitgehold (grafiek 22).

Gezien de huidige lage rente en de gestage daling in het premievolume van de Nederlandse levensverzekeringssector staat de winstgevendheid ook onder druk en moeten levensverzekeraars snijden in de kosten. Door de krimpende afzet van levensproducten richten sommige levensverzekeraars zich op omzetbehoud boven winstgevendheid. Het verkopen van verzekeringen voor minder dan de kostprijs kan op de korte termijn een overlevingsstrategie zijn, maar heeft het risico dat te hoge kosten pas na lange tijd zichtbaar worden in de bedrijfsresultaten. De werkelijke kostprijs van levensproducten wordt namelijk pas duidelijk wanneer de polis afloopt; geruime tijd nadat de premies zijn betaald. Een aantal verzekeraars heeft onlangs aangegeven om een marktconsistente waardering van nieuw afgesloten

### Grafiek 22 Aanwezige buffer (“prudentie”) in technische voorzieningen van levensverzekeraars en 10-jaars rente

In EUR miljard en in procenten (rechter schaal).

*De lage rente bedreigt de buffers van levensverzekeraars*



Aanwezige prudentie in technische voorzieningen = technische voorzieningen op huidige balanswaardering – verwachtingswaarde van technische voorzieningen – risicomarge.  
Bron: DNB.

verzekeringen te publiceren. Dit verkleint de prikkel tot omzetbehoud ten koste van de winst en versterkt de vergelijkbaarheid van de cijfers, wat het inzicht van investeerders in de gezondheid van verzekeraars vergroot. DNB is hier voorstander van, ook omdat het in lijn is met Solvency II.

#### *Mis-selling*

Een belangrijke reden voor de dalende afzet van verzekeraars is het geschonden vertrouwen van de consument. Verzekeringen zijn, in de zogeheten woekerpolisaffaire, de afgelopen jaren herhaaldelijk negatief in het nieuws geweest vanwege hoge berekende kosten, achterblijvende rendementen en tekortschietende informatiever-schaffing. Media-aandacht naar aanleiding van tegenvallende compensatiebedragen en recente gerechtelijke uitspraken hebben dit jaar geleid tot hernieuwde discussies over de producten en de schaderegelingen. Voor verzekeraars is het van belang dat er een einde komt aan de onzekerheid rondom dit dossier. Als de zorgplicht is geschonden bij het afsluiten van een beleggingsverzekering, moet de verzekeraar zich inzetten om de fout te herstellen. Daarbij moeten wel alle belangen worden meegewogen; zowel die van de polishouder met als die van de polishouder zonder woekerpolis.

### Pensioenfondsen

#### *Resultaten pensioenfondsen*

De verslechterende economische omstandigheden zijn ook terug te zien in de financiële positie van pensioenfondsen. Door de daling van de lange rente en slechte prestaties van hun effectenportefeuilles is de gemiddelde dekkingsgraad in september gedaald tot rond 95 procent (grafiek 24). Hiermee komt de sector als geheel onder de minimaal vereiste dekkingsgraad. Hoewel er grote verschillen bestaan tussen de individuele fondsen, betekent dit dat veel fondsen niet in staat zijn om aan de geraamde toekomstige verplichtingen te voldoen. Om de sector als geheel weer op de minimale vereiste dekkingsgraad te brengen, moet de positie van pensioenfondsen naar schatting met circa EUR 90 miljard verbeteren. Om de buffers van de sector

### Box 3: Beleggingsgedrag verzekeraars

Verzekeraars, met name levensverzekeraars, spelen als institutionele belegger een belangrijke rol in het financieel systeem. Nederlandse verzekeraars kochten in 2010 ruim EUR 7 miljard in de primaire euro-bedrijfsobligatie markt aan. De helft hiervan werd geïnvesteerd in bankobligaties. Dit is niet verwonderlijk, omdat banken zo'n 70 procent van de totale emissies op de obligatiemarkt voor hun rekening nemen. Deze investeringen maken verzekeraars gevoelig voor ontwikkelingen in de bancaire sector. Verzekeraars investeerden daarnaast nog ruim EUR 1 miljard in special purpose vehicles, zoals bijvoorbeeld in de uitgifte van securitisaties, en nog eens EUR 1,7 miljard in niet-financiële bedrijven.

Bij Nederlandse verzekeraars is een duidelijke home bias waarneembaar: ongeveer 20 procent van de totale investeringen waren in uitgiftes van Nederlandse instellingen. Verzekeraars tonen met name interesse in langlopend papier. Vaak lijken verzekeraars qua looptijd een ondergrens van 3 tot 4 jaar te hanteren in het beleggingsbeleid. Dit sluit aan bij de gemiddelde looptijd van de gehele portefeuille in bedrijfsobligaties, die 4,5 jaar bedraagt.

Voor verzekeraars verandert het kapitaalbeslag voor bedrijfsobligaties (waaronder bankobligaties) met de invoering van het toezichtraamwerk Solvency II. Het lijkt er echter niet op dat dit type obligaties daarmee een onaantrekkelijke beleggingscategorie wordt voor verzekeraars. Bedrijfsobligaties bieden sinds 2008 een aantrekkelijk additioneel rendement boven de risicovrije rentevoet. Wanneer het benodigde kapitaal en additioneel rendement tegen elkaar worden afgezet, blijkt het rendement op het kapitaalsbeslag voor bedrijfsobligaties relatief hoog (grafiek 23). Daarnaast is de looptijd van met name bankobligaties over het algemeen relatief kort ten opzichte van andere soorten obligaties, waardoor het kapitaalbeslag onder Solvency II te overzien is.

### Grafiek 23 Rendement en kapitaalsbeslag van bedrijfsobligaties voor verzekeraars onder Solvency II, per ratingklasse

Voor obligaties met een looptijd van 5-7 jaar tussen 01/07/2009 - 30/06/2011, in procenten.

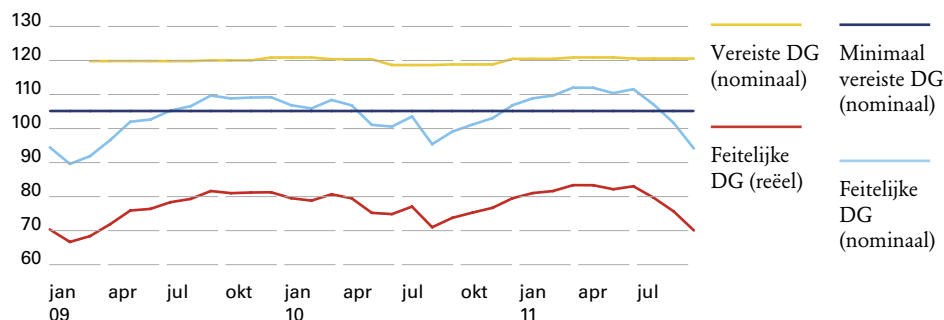


Op basis van QIS5 specificaties en de aanname dat aan polishouders de risicovrije rentevoet wordt uitgekeerd. Rendement op kapitaalsbeslag is gecorrigeerd voor historisch kredietrisico.  
Bron: Thomson Datastream en DNB.

### Grafiek 24 Feitelijke en vereiste dekkinggraad van Nederlandse pensioenfondsen

In procenten van technische voorzieningen, januari 2009 t/m september 2011.

*De dekkinggraad van pensioenfondsen zakt onder de minimumeis*



DG = dekkinggraad. Reële dekkinggraad veronderstelt een inflatie van twee procent en een gemiddelde looptijd van 15 jaar. Exacte dekkinggraad is alleen op kwartaalbasis beschikbaar, intrakwartaaldata is geraamd.  
Bron: DNB.

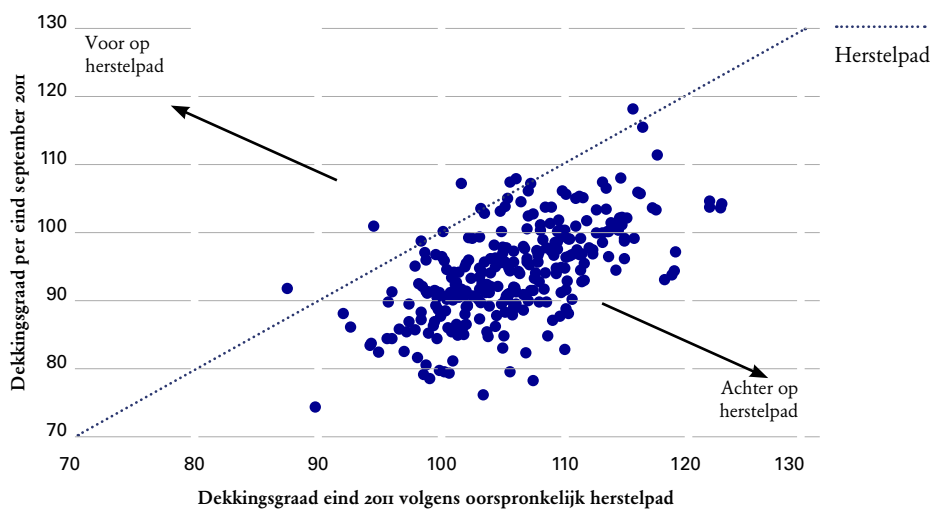
duurzaam te herstellen en op de strengere vereiste dekkinggraad uit te komen is naar schatting circa EUR 200 miljard nodig.

In een scenario waarin de groei terugvalt en de rente laag blijft, zal het voor pensioenfondsen bijzonder moeilijk zijn de dekkinggraad autonoom op peil te brengen. De meeste fondsen herstellen nog van de crisis in 2008 en liggen inmiddels achter op hun herstelplannen (grafiek 25). Additionele herstelmaatregelen, zo nodig een voorwaardelijke korting van aanspraken en uitkeringen, lijken bij een aantal fondsen onvermijdelijk. De wet schrijft voor dat pensioenfondsen een kortingsvoornemen tijdig moeten aankondigen. Het is immers van belang dat pensioenfondsen begrijpelijk aan hun deelnemers uitleggen welk pensioenresultaat zij mogen verwachten

### Grafiek 25 Herstelplannen Nederlandse pensioensector

Actuele dekkinggraden en beoogde dekkinggraden volgens herstelplannen, in procenten van technische voorzieningen.

*Een groot aantal pensioenfondsen raakt achter op de afgesproken herstelplannen*



Bron: DNB.

Voor de meeste fondsen is de dekkinggraad per eind 2011 leidend voor een evaluatie van de herstelplannen. Deze grafiek laat voor fondsen met een herstelplan de gerapporteerde dekkinggraad per eind september zien ten opzichte van de dekkinggraad die eind 2011 gerealiseerd dient te worden volgens hun oorspronkelijke herstelplan. Als dekkinggraden voor eind 2011 niet significant herstellen, zullen fondsen onder de lijn achterlopen en fondsen boven de lijn voorlopen.

en welke onzekerheid daarbij hoort. Wanneer significante verbetering van de financiële positie vervolgens uitblijft, zal een jaar na de aankondiging een definitieve beslissing tot korting genomen moeten worden.

Gezien de abrupte verslechtering van het marktsentiment heeft DNB net als vorig jaar besloten om pensioenfondsen de mogelijkheid te bieden in 2012 af te wijken van de eis dat de premie tijdens een dekkingstekort moet bijdragen aan herstel. Dit is nadrukkelijk bedoeld als tijdelijke adempauze. Fondsen krijgen gedurende 2012 de gelegenheid om te komen tot een sluitende financiële planning, zodat zij in de toekomst wel aan deze eis voldoen. Pensioenfondsen die dit jaar al gebruik hebben gemaakt van de adempauze en fondsen die in 2012 een korting moeten doorvoeren komen niet in aanmerking voor de regeling.

#### *Het belang van buffers bij pensioenfondsen*

Buffers om nieuwe verliezen op te vangen zijn bij de meeste fondsen nu niet of nauwelijks meer beschikbaar. Versterking van de buffers blijft van groot belang, voor de deelnemers van pensioenfondsen, maar ook voor de financiële stabiliteit. Een stelsel met significante buffers, met risicospreiding door de tijd en tussen generaties, vermindert de gevolgen van financiële cycli. Zonder een buffer moeten immers de premies regelmatig worden aangepast of op de pensioenuitkeringen worden gekort. Buffers hebben daarmee een stabiliserende werking op de inkomensontwikkeling en de economie als geheel. De buffers in het huidige stelsel hebben tijdens de kredietcrisis hun stabiliserende waarde bewezen. De grootste naoorlogse financiële crisis kon worden opgevangen terwijl tijdens de neergang de opgebouwde pensioenrechten nauwelijks hoefden te worden verlaagd. Als dat wel was gebeurd, was de recessie in Nederland waarschijnlijk nog dieper geweest.

#### *Nieuw pensioencontract*

Pensioenfondsen krijgen te maken met nieuwe afspraken die voortvloeien uit het pensioenakkoord. Ook onder het nieuwe akkoord blijft het belangrijk goede buffers te behouden. De egaliseringsreserve, die het pensioenakkoord introduceert, dient daarom volgens DNB een bindend karakter te krijgen en voldoende ruim te zijn.

Bij het nieuwe pensioencontract wordt voortaan vooraf getoetst of de reële ambitie op termijn haalbaar is. Dit is een goed vertrekpunt. De haalbaarheidstoets is echter afhankelijk van aannames, bijvoorbeeld over toekomstige rendementen. Hierdoor ontstaat een prikkel om een zo hoog mogelijk rendement te veronderstellen. Om dit tegen te gaan is een stevig toezichtkader nodig, dat heldere normen stelt aan financiële opzet en communicatie van pensioenfondsen. Voor de toekomstbestendigheid is het voorts positief dat de pensioenleeftijd aan de levensverwachting wordt gekoppeld. Dit voorkomt dat het stelsel door vergrijzing te duur wordt.

De transitie van het huidige naar het nieuwe systeem is complex en vergt zorgvuldigheid bij de rechtenadministratie. Het is op dit moment niet duidelijk of collectief invaren van bestaande rechten mogelijk is. Bij de overgang moeten eigendomsrechten zorgvuldig worden behandeld, opdat dit niet tot onzekerheid en vertrouwensverlies bij deelnemers leidt.



## 4 Institutionele ontwikkelingen en infrastructuur

*In reactie op de kredietcrisis werken beleidsmakers aan het versterken van het internationale financiële systeem. Zij verhogen buffereisen en passen de institutionele vormgeving van het stelsel aan. Net als in andere landen zullen ook in Nederland systeemrelevante instellingen aan extra eisen moeten voldoen. Bovendien wordt het depositogarantiestelsel hervormd. Tegelijkertijd reageren marktpartijen op de aangescherpte regelgeving. Zij verplaatsen activiteiten naar partijen die niet onder het reguliere toezicht vallen, het zogenoemde schaduwbankstelsel, en ontwikkelen nieuwe financiële producten die op toezichtregels inspelen.*

### Institutionele ontwikkelingen

#### *Extra eisen aan Nederlandse systeemrelevante banken*

Systeemrelevante instellingen hebben per definitie een centrale plaats in het financiële stelsel. Een wanordelijk faillissement van een systeemrelevante bank brengt onaanvaardbaar hoge kosten voor de reële economie met zich mee. Marktpartijen gaan er daarom vanuit dat overheden impliciet garant staan voor zulke banken. In de bankencrisis van 2007-2009 hebben overheden wereldwijd banken gesteund.

Impliciete garanties geven banken een ongewenste prikkel om risico te nemen en versterken de wisselwerking tussen de bankensector en de overheidsfinanciën. De gevaren voor de reële economie en de overheidsfinanciën nemen toe naarmate een bank groter en systeemrelevanter is. De Financial Stability Board (FSB) heeft daarom, in samenwerking met het Bazels Comité voor Banktoezicht (BCBS), concrete voorstellen gedaan om de kans op, en de impact van, een onverhoopt faillissement van de grootste en meest systeemrelevante banken ter wereld te verkleinen. Waar nodig dienen nationale autoriteiten de maatregelen voor deze groep banken aan te vullen met maatregelen voor instellingen die op nationale schaal systeemrelevant zijn. Zwitserland, het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Spanje hebben al dergelijke maatregelen aangekondigd, waaronder een core tier 1-kapitaalopslag van doorgaans 3 procent.

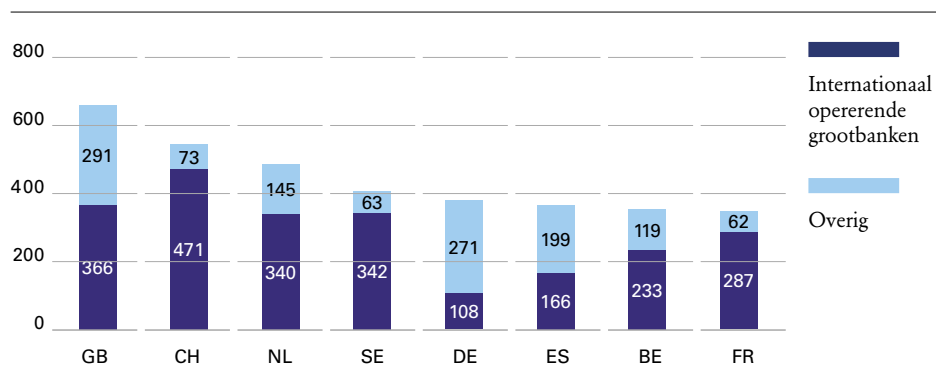
Gezien de structuur van de Nederlandse bankensector willen het ministerie van Financiën en DNB ook hoge eisen stellen aan nationale systeemrelevante banken. Het balanstotaal van de bankensector, uitgedrukt als percentage van het bbp, behoort tot de grootste ter wereld (grafiek 26). Bovendien is de concentratiegraad hoog: in Nederland verzorgt een kleine groep systeemrelevante banken het grootste deel van de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens. Het leeuwendeel van het Nederlandse spaargeld staat op deposito's bij deze banken en zij zijn verantwoordelijk voor het grootste deel van het betalingsverkeer.

Om de risico's van systeemrelevante banken voor Nederland te beperken moeten zij hun weerbaarheid vergroten. Afhankelijk van de mate van systeemrelevantie willen het ministerie van Financiën en DNB de kapitaaleis verhogen met 1 tot 3 procent van de risicogewogen activa. Deze extra buffer dient te bestaan uit kapitaal met het grootste verliesabsorberende vermogen – dus core tier 1 – en omvat ook de buffer die internationaal is afgesproken. Daarbij wordt gestreeft naar een ingroei van 2016 tot 2019, opdat banken de bufferversterking zoveel mogelijk kunnen realiseren door



**Grafiek 26 Concentratie en omvang bankensector**

In procenten van bbp, ultimo 2010.

*De Nederlandse bankensector is groot en geconcentreerd*

Gebaseerd op grootbanken die mee hebben gedaan aan de EBA stresstest. Voor Zwitserland zijn de twee grootste banken geselecteerd.

Bron: Jaarverslagen, EBA, ECB, en Nationale Bank van Zwitserland.

nieuw kapitaal uit te geven of winst in te houden. Daarnaast vraagt DNB banken herstelplannen te ontwikkelen. In deze plannen beschrijven banken maatregelen die ze zullen nemen om snel oplopende risico's af te kunnen wenden. Ook dit vergroot de weerbaarheid van systeemrelevante banken.

Strengere eisen kunnen nooit volledig uitsluiten dat een bank failliet gaat. Om systeemrelevantie terug te dringen worden tevens de mogelijkheden om een bancaire faillissement af te wikkelen verbeterd. Het wettelijke instrumentarium om snel en ordelijk een falende bank af te wikkelen wordt op korte termijn versterkt. Een finaal wetsvoorstel hiertoe is ingediend bij de Tweede Kamer. Ook heeft DNB voor internationaal opererende banken crisismanagementgroepen opgericht om de coördinatie met buitenlandse autoriteiten te versterken. DNB gaat vanaf volgend jaar bovendien beoordelen of de systeemrelevante banken voldoende afwikkelaar zijn. De beoordeling wordt gebaseerd op plannen die DNB samen met banken zal opstellen. Deze plannen zullen maatregelen beschrijven die het ministerie van Financiën of DNB kunnen nemen om een falende bank af te wikkelen, waarbij vitale functies overeind blijven en de besmettingseffecten en risico's voor de belastingbetaler worden beperkt. Waar nodig zal DNB verdere maatregelen nemen om de afwikkelaarbaarheid te vergroten. Daarbij kan worden gedacht aan het beperken van intragroeptransacties en garanties, vermindering van het aantal juridische entiteiten en eventuele aanpassingen in het bedrijfsmodel of de structuur van banken.

*Aanpassing depositogarantiestelsel*

Het depositogarantiestelsel (DGS) is belangrijk voor de financiële stabiliteit. Het DGS dient om depositohouders te beschermen en het vertrouwen in het financiële stelsel te borgen, om zo een bankruin van depositohouders te voorkomen. Tijdens de kredietcrisis is de maximumdekking in Europa verhoogd en geharmoniseerd op EUR 100.000. In reactie op de crisis herzien het ministerie van Financiën en DNB – als uitvoerder van het DGS – het Nederlandse stelsel nu in twee opzichten.

Om te beginnen zal medio volgend jaar een fonds worden opgericht waaruit het Nederlandse DGS deposito's kan vergoeden. Hiermee wordt vooruitgelopen op EU-regelgeving. Banken vullen het fonds door risicoafhankelijke premies af te dragen. Met dit systeem streven het ministerie van Financiën en DNB een aantal doelen na. Ten eerste betaalt elke bank vooraf mee aan het DGS. Ook banken die failleren, dragen zo voortaan bij aan het DGS, anders dan bij Icesave en DSB Bank het geval was. Ten tweede bevordert de aanwezigheid van een fonds de geloofwaardigheid van het DGS; daarvoor is immers gespaard. Ten derde spreidt *ex ante* financiering

de kosten van het DGS in de tijd; banken hoeven niet of minder te betalen op het moment dat een andere bank failliet gaat. Dit maakt het stelsel minder procyclisch. Ten slotte zorgt de risicoafhankelijke premie ervoor dat banken die meer risico nemen, ook meer bijdragen aan het DGS. Dit vermindert het oneigenlijke concurrentievoordeel dat risicovolle banken via het aantrekken van spaargeld aan het DGS ontlenen.

In de huidige voorstellen zullen banken vanaf 1 juli 2012 elk kwartaal een bijdrage betalen aan het DGS-fonds, die bestaat uit een basisbijdrage van 2,5 basispunten (0,025 procent) van de gegarandeerde deposito's. Hier bovenop komt een risicoopslag variërend van 0 (laagste) tot 100 procent (hoogste risicocategorie) van de basisbijdrage. De risicodifferentiatie wordt gebaseerd op drie indicatoren: de risicoweging van de activa, de hefboom, en de liquiditeit van de instelling. In tien jaar tijd wordt een fonds opgebouwd van circa 1 procent van de door het DGS gegarandeerde deposito's (circa EUR 4 miljard). Het fonds wordt ondergebracht in een Stichting Depositogarantiefonds. De Stichting zal een conservatief beleggingsbeleid nastreven, dat DNB zal uitvoeren.

De andere wijziging is de verkorting van de uitkeringstermijn. Op grond van EU-regelgeving moet het DGS binnen twintig werkdagen kunnen uitkeren. DNB streeft, mede gebruik makend van haar ervaringen bij Icesave en DSB, naar een zoveel mogelijk geautomatiseerde DGS-uitkeringsystematiek. Een betalingsonmachtige bank zal voortaan een databestand aanleveren, op basis waarvan DNB de DGS-aanspraken snel kan vaststellen. Vervolgens stelt DNB de tegenwaarde daarvan ter beschikking aan gedupeerde rekeninghouders via een internetapplicatie, waarmee zij het bedrag kunnen overboeken naar een andere bank. Om dit mogelijk te maken passen DNB en de Nederlandse banken hun computersystemen en interne procedures aan. DNB wil zo spoedig mogelijk overgaan tot het testen van deze systemen. Met een dergelijke, efficiëntere uitkeringsystematiek kunnen DGS-verzekerde depositohouders erop vertrouwen dat zij snel weer over hun geld beschikken.

### Schaduwbanken

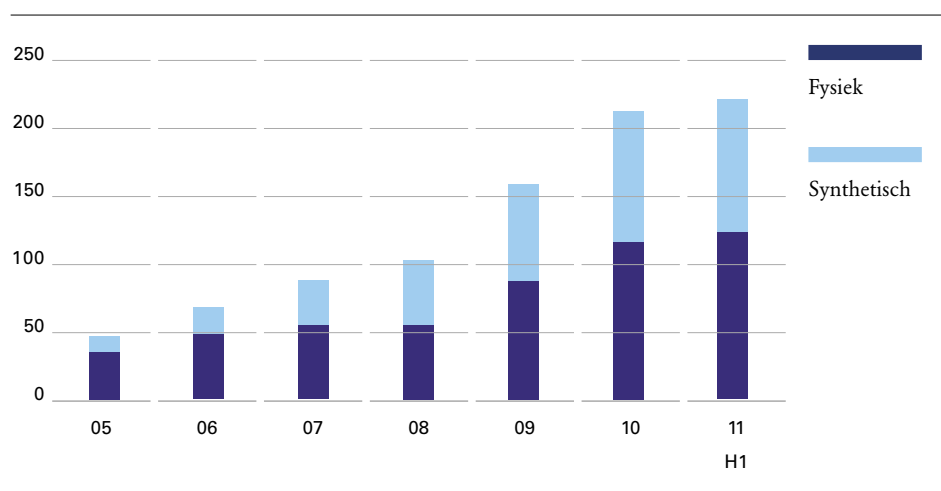
Tijdens de crisis is gebleken dat risico's zich mede hebben gemanifesteerd in het zogenaamde schaduwbanksysteem; bij instellingen die bankachtige activiteiten ontplooiën maar waarop geen prudentieel toezicht is, of minder dan op reguliere financiële instellingen. Dit betekent ook dat voor deze schaduwbanken niet dezelfde vangnetten (zoals het depositogarantiestelsel en toegang tot centralebankliquiditeit) bestaan, terwijl zij het financiële stelsel wel blootstellen aan vergelijkbare risico's, zoals de mogelijkheid van een bank run, excessieve schuldpbouw, en verwevenheid met het reguliere banksysteem. Nu de regels voor onder toezicht staande instellingen worden aangescherpt, bestaat bovendien het risico dat activiteiten zich verplaatsen naar het schaduwbanksysteem. Meer inzicht in het schaduwbanksysteem is dan ook noodzakelijk. In internationaal verband werken toezichthouders daarom aan het systematisch in kaart brengen van het netwerk van financiële instellingen, zodat duidelijk wordt welke instellingen nauw verweven zijn met onder toezicht staande instellingen, maar niet onder het reguliere toezicht vallen.

### Financiële innovatie

De ontwikkeling van nieuwe financiële producten en constructies gaat door. Sterk in opkomst zijn zogenaamde *exchange traded funds* (ETFs). Dit zijn beleggingsfondsen die een index volgen en waarvan de aandelen worden verhandeld op een beurs of een gereguleerd handelsplatform. De groei van de mondiale ETF-sector is indrukwekkend (grafiek 27), hoewel qua volume nog slechts enkele procenten van het

**Grafiek 27 Groei per jaar van door ETFs beheerd vermogen**

In EUR miljard.

*Hoge groei van de mondiale ETF sector*

Bron: ICI en BlackRock.

totale vermogen van beleggingsfondsen. Naast ETFs die aandelenindices volgen, is een breed scala van ETFs ontstaan die indices van grondstoffen, hedgefondsen, en gedekte of *high yield* obligaties nabootsen. Internationaal waarschuwen de Financial Stability Board en het Internationaal Monetair Fonds voor de risico's van ETFs voor beleggers en voor de financiële stabiliteit.

De voornaamste reden tot zorg is de toenemende complexiteit en daaruit voortvloeiende risico's. Aanvankelijk waren ETFs relatief eenvoudige producten die een index nabootsten door in de juiste verhouding de onderliggende effecten te kopen. Tegenwoordig lenen veel aanbieders deze onderliggende stukken uit om extra rendement te genereren. Bovendien volgt bijna de helft van de Europese ETFs indices met behulp van derivatenconstructies, waardoor tegenpartijrisico ontstaat (zogenoeten synthetische ETFs). Investeerders in ETFs, waaronder pensioenfondsen en verzekeraars, moeten goed begrijpen in wat voor producten zij investeren. Dat betekent tevens dat aanbieders transparant moeten zijn over hoe een index wordt nagebootst, wat het onderpandbeheer is, en of zij effecten al dan niet uitlenen.

ETFs kunnen de financiële stabiliteit beïnvloeden doordat zij de correlatie tussen marktprijzen versterken, de marktvolatiliteit vergroten, de liquiditeit op nagebootste markten doen afnemen en soms gebruik maken van hefboomfinanciering. Bij synthetische ETFs bestaat bovendien het risico dat zij gebruikt worden om op kunstmatige wijze de getoonde liquiditeit van de bank te verbeteren. Banken verkrijgen liquide middelen van beleggers, maar kunnen illiquide activa in onderpand geven en de liquiditeit voor andere doeleinden gebruiken. Echter, ondertussen kunnen de beleggers hun liquiditeit te allen tijde terugtrekken. Het op deze wijze ogenschijnlijk verbeteren van de liquiditeit is daarom ongewenst.

Een vergelijkbaar risico doet zich voor bij de opkomst van *collateral swaps*. In zo'n swap worden activa tijdelijk tegen elkaar geruild, opdat één van de partijen geschikt onderpand verwerft voor een derde transactie. Vaak ruilen banken illiquide activa tegen meer liquide activa die zij bij centrale banken kunnen inbrengen. Zij verkrijgen op deze wijze extra liquiditeit. Voor de tegenpartij, veelal institutionele beleggers zoals verzekeraars of pensioenfondsen, is het voordeel dat ze een kleine vergoeding krijgen voor deze ruil.

De markt voor *collateral swaps* is erg ondoorzichtig, en ook bij deze producten bestaat het risico dat banken over voldoende liquiditeit lijken te beschikken, terwijl de liquide activa eigenlijk toebehoren aan een tegenpartij die ze gemakkelijk terug kan eisen. De liquiditeitsbuffers in het financieel systeem als geheel verbeteren door deze swaps dan ook niet. Zij versterken slechts de onderlinge verwevenheid tussen sectoren.

