

Overzicht Financiële Stabiliteit

Najaar 2019

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM





Inhoud

DNB waakt over de financiële stabiliteit in Nederland: een taak die in de Bankwet is verankerd. Het vroegtijdig opsporen van systeemrisico's is een belangrijk onderdeel van DNB's financiële stabiliteitstaak. Twee keer per jaar publiceert DNB het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS). Het doel van deze publicatie is om belanghebbenden – financiële instellingen, beleidsmakers en het publiek – bewust te maken van deze systeemrisico's. Het OFS bevat geen voorspellingen, maar analyseert scenario's. Om de in het OFS geïdentificeerde systeemrisico's tegen te gaan, doet DNB beleidsaanbevelingen en zet zij, waar mogelijk, macroprudentiële instrumenten in.



Actuele ontwikkelingen

Naarmate het expansieve monetaire beleid langer aanhoudt, nemen de risico's voor de financiële stabiliteit verder toe. Door aanhoudend lage rentes worden schulden niet afgebouwd en raakt de prijsvorming op financiële markten verstoord, waardoor zeepbellen kunnen ontstaan. Ook zetten de steeds lagere rentes de financiële positie van pensioenfondsen en levensverzekeraars onder druk. Het is daarom van belang dat monetaire beleidsmakers aandacht hebben voor de neveneffecten van langdurig expansief monetair beleid. De handelsoorlog, de brexit, geopolitieke spanningen en politieke en beleidsonzekerheid vormen daarbij belangrijke neerwaartse risico's voor de wereldeconomie. Ook nieuwe ontwikkelingen op financiële markten (*leveraged finance*) en in het betaallandschap (PSD2, Libra) kunnen op termijn voor financiële instabiliteit zorgen. Binnen Nederland is het systeemrisico in de huizenmarkt toegenomen. Met het oog hierop wil DNB dat banken meer kapitaal aanhouden voor hun hypothecaire leningenportefeuilles, teneinde hun weerbaarheid te vergroten.

Internationale ontwikkelingen

Het monetaire beleid in de VS en het eurogebied is in de afgelopen maanden verder verruimd. Vanwege zorgen over de mondiale economie en beperkte inflatiedruk heeft de Federal Reserve Board (Fed) de Amerikaanse beleidsrente in twee stappen van ieder 0,25 procentpunt verlaagd, naar een bandbreedte van 1,75-2%. Bovendien heeft de Fed de afbouw van haar balans sinds augustus stopgezet, twee maanden vroeger dan eerder verwacht. De geringe inflatiedruk en de neerwaartse risico's voor de economische groei hebben ook in Europa tot een verdere verruiming van het monetaire beleid geleid. In september verlaagde de

Europese Centrale Bank (ECB) de depositorente met 0,1 procentpunt, naar -0,5%, waarbij overigens een deel van de bij de ECB gestalde reserves wordt vrijgesteld van de negatieve rente. Ook paste de ECB haar *forward guidance* aan: de rentetarieven zullen op het huidige niveau of lager blijven totdat de inflatieverwachtingen krachtig convergeren naar een niveau dat voldoende dichtbij maar onder de 2% ligt. Daarnaast worden de netto-aankopen onder het aankoopprogramma hervat: per 1 november zal de ECB maandelijks voor netto EUR 20 miljard aan obligaties aankopen, en daarmee doorgaan tot vlak voor de eerste renteverhoging. Daarbij blijft de ECB de aflopende obligaties gekocht onder het aankoopprogramma volledig herbeleggen.

Tot slot wordt vanaf september 2019 een nieuwe ronde van gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (TLTRO's) aan banken beschikbaar gesteld, met een looptijd van drie jaar.

Naarmate het expansieve monetaire beleid langer aanhoudt, nemen de risico's voor de financiële stabiliteit verder toe. Sinds de crisis zijn de schulden van overheden en bedrijven in het eurogebied (flink) gestegen en die van huishoudens slechts beperkt gedaald. Naarmate rentes langer laag blijven, neemt de prikkel om schulden omlaag te brengen, af. Wanneer schulden niet worden teruggebracht, blijven overheden, bedrijven en huishoudens kwetsbaar voor onverwachte rentestijgingen en/of negatieve inkomensschokken. Bovendien wordt door de aanhoudend lage rente de beprijzing van risico's minder scherp, wat tot misallocatie van kapitaal kan leiden en daarmee het groeipotentieel van de economie kan aantasten. Zo kunnen "zwakke" bedrijven relatief makkelijk overleven, dankzij goedkope financiering. Ook zetten aanhoudend lage rentes de winstgevendheid van financiële instellingen onder druk en stimuleren deze een zoektocht naar rendement. Financiële instellingen kunnen hierdoor geneigd zijn hun beleggingsportefeuilles naar hoger renderende maar minder liquide en meer



risicovolle activa te verschuiven. Door deze zoektocht naar rendement kunnen sommige activaklassen overgewaardeerd raken, met op den duur mogelijk stevige prijsaanpassingen tot gevolg. Een punt van zorg hierbij is dat macroprudentieel beleid slechts beperkt tegenwicht kan bieden aan deze neveneffecten van aanhoudend lage rentes en ruime financiële condities. Mede hierom is het belangrijk dat monetaire beleidsmakers aandacht hebben voor de neveneffecten van langdurig expansief monetair beleid voor de financiële stabiliteit (zie [Macroprudentieel beleid](#)).

In de afgelopen maanden is het handelsconflict tussen de Verenigde Staten (VS) en China verder geëscaleerd. De VS en China zijn al meer dan een jaar verwickeld in een handelsconflict, dat geregeld stevig oplaait. Inmiddels heeft het conflict tot aanzienlijke invoertarieven over en weer geleid. In juni en juli vonden onderhandelingen plaats met als doel het conflict te beëindigen, maar deze waren niet succesvol. Hierop hebben beide landen nieuwe maatregelen afgekondigd. De escalerende handelsspanningen schaden de mondiale economische groei en gaan met oplopende financiële onzekerheid gepaard. Bovendien bestaat het risico dat de oplopende handelsspanningen zich verder verbreden naar een valutaoorlog.

Een *no-deal* brexit blijft een risico. Voor 31 oktober moeten het Verenigd Koninkrijk (VK) en de Europese Unie (EU) de voorwaarden waaronder het VK de EU gaat verlaten, hebben geratificeerd. Vooralsnog behoren zowel een verdere verlenging als een uit-treding met een akkoord als een *no-deal* brexit tot de mogelijkheden. In het geval van een *no-deal* brexit gaat het VK de EU verlaten zonder een uittredingsakkoord en zonder de eerder overeengekomen transitieperiode tot en met eind 2020. Dit kan met scherpe correcties op financiële markten gepaard gaan en resulteren in forse financiële verliezen voor instellingen met omvangrijke beleggingen in het VK of voor instellingen die zijn blootgesteld aan sectoren die direct geraakt zullen worden door de gevolgen van de brexit. De directe uitzettingen van de Nederlandse financiële sector op het VK bedragen ongeveer 4% van de totale uitzettingen. Pensioenfondsen beleggen het meest in het VK: hun directe uitzettingen bedragen 5,1% van hun totale uitzettingen. Omdat Britse centrale tegenpartijen (CCP's) kritieke *clearing*diensten leveren voor de EU, vragen deze CCP's extra aandacht, zeker aangezien op dit moment voorzien is dat de publieke maatregelen die zijn afgekondigd door de Europese Commissie, tijdelijk van aard zijn en op 30 maart 2020 aflopen.

Politieke en beleidsonzekerheid schaden de mondiale economische groei. Los van de handels-spanningen en de politieke crisis in het VK, waren de afgelopen maanden ook onrustig in andere delen van de wereld. In Hongkong liepen de sociale spanningen hoog op, het atoomakkoord met Iran kwam op losse schroeven te staan, Italië verkeerde wekenlang in een regeringscrisis en tussen Japan en Zuid-Korea intensiveerden de politieke spanningen. Mede hierdoor zijn de mondiale geopolitieke en beleidsonzekerheidsindices in de afgelopen maanden verder opgelopen en bevinden deze zich op een hoog niveau ([Figuur 1](#)). De hoge mate van onzekerheid, in combinatie met de opgelopen handelsspanningen, schaden de mondiale economische groei. De ECB en het IMF ramen de mondiale bbp-groei dit jaar rond de 3%; meer dan een half procentpunt lager dan een jaar geleden.

Binnen Europa blijft het risico op een heropleving van de schuldencrisis sluimeren. Hoewel de kapitaalpositie van de Europese bankensector als geheel in de afgelopen jaren is verbeterd, blijft een deel van de Europese bankensector kampen met structurele zwakheden, zoals een lage winstgevendheid. Ook ten aanzien van de schuldposities van overheden, zijn de verschillen binnen Europa groot. Zorgelijk is dat





juist de overheden met relatief hoge schulden, hun schulden maar beperkt terugbrengen. In een aantal van deze landen leunen overheden bovendien nog sterk op de eigen bankensector voor de financiering van hun overheidsschuld. De combinatie van zwakke banken, kwetsbare overheden en een hoge mate van onderlinge afhankelijkheid zorgt ervoor dat de negatieve wisselwerking tussen banken en overheden, zoals eerder in de Europese schulden crisis, opnieuw kan gaan opspelen (zie [Wisselwerking overheid en banken](#)).

Actuele ontwikkelingen op financiële markten en in het betalingsverkeer

Hefboomleningen ('leveraged loans')

De sterk gegroeide omvang van de markt voor hefboomleningen, in combinatie met fors versoepelde leenvoorwaarden, illustreert de toegenomen bereidheid van beleggers om grotere risico's te nemen. Hefboomleningen zijn leningen met een verhoogd risicoprofiel aan minder kredietwaardige bedrijven of aan bedrijven die al relatief afhankelijk zijn van schuldfinanciering. De markt voor hefboomleningen is de afgelopen jaren snel gegroeid. Volgens schattingen van de [Bank of England](#) bedraagt de markt inmiddels USD 3,2 biljoen, wat neerkomt op 11% van het krediet dat aan niet-financiële bedrijven in de ontwikkelde landen wordt verleend. In zowel de VS als in Europa bevindt het uitstaande volume

zich op recordhoogte ([Figuur 2](#)). De snelle groei in deze markt is vergezeld gegaan met fors versoepelde leenvoorwaarden. Zo bestond voor de crisis ruim 30% van de markt uit leningen met weinig bescherming (*covenant-lite*), maar inmiddels is dat meer dan 80% in zowel de VS als Europa. Ook neemt de hefboom op de leningen steeds verder toe.

Financiële instellingen staan op verschillende manieren bloot aan de markt voor hefboomleningen.

Banken en niet-banken kunnen zelf direct hefboomleningen verstrekken, maar in veel gevallen worden deze opgezet en verstrekt door een syndicaat van banken. In dat laatste geval wordt een deel van de hefboomlening soms alsnog aangehouden door die banken zelf, wat hen bloot stelt aan potentiële kredietverliezen en faillissementen. Het deel dat niet door de banken zelf wordt aangehouden, wordt verdeeld naar institutionele beleggers, zoals *Collateralised Loan Obligations* (CLO's) en *Loan Mutual Funds*. CLO's securitiseren de leningen, wat inhoudt dat de leningen worden gebundeld en vervolgens weer uitgegeven als effecten met verschillende risico- en rendementsprofielen. Op deze beleggingen lopen beleggers marktrisico en migratierisico (het risico dat effecten als minder kredietwaardig worden beoordeeld en daardoor minder waard worden). Bankleningen liggen veelal in de meer kredietwaardige beoordeelde segmenten, verzekeraars in de middelste segmenten,

terwijl beleggingsfondsen vaker in de meer risicovolle beoordeelde segmenten beleggen. Daarnaast kunnen financiële instellingen indirect bloot staan aan de risico's die vanuit deze markt uitgaan, via het financieren van en beleggen in andere financiële instellingen die grote uitzettingen hebben op de markt voor hefboomleningen.

Mondiaal gezien is de blootstelling van banken op de markt van hefboomleningen aanzienlijk. Volgens de [Bank of England](#) bedragen de uitzettingen van banken op hefboomleningen ongeveer de helft van het totale uitstaande volume, voornamelijk in de vorm van doorlopende kredietfaciliteiten en in mindere mate via termijnleningen. Daarnaast beleggen banken in de meer kredietwaardige beoordeelde segmenten van CLO's: ongeveer een derde van de CLO's wordt door banken aangehouden, wat neerkomt op 9% van de totale markt voor hefboomleningen. Regionaal gezien hebben vooral Amerikaanse en andere mondiale banken forse uitzettingen (33% van het totaal), terwijl banken in het eurogebied 11% van de markt hebben. Het aandeel van Nederlandse banken bedraagt zo'n 1,5%.

Ondanks overeenkomsten zijn er ook belangrijke verschillen tussen de markt voor hefboomleningen en de pre-crisis subprime lending markt. De omvang en de groei van de markt voor hefboomleningen, in combinatie met versoepelde leenvoorwaarden, roepen de herinnering op aan de ontwikkelingen





op de Amerikaanse *subprime lending* markt van vóór de crisis, toen banken grote risico's namen door hypothecaire leningen te verstrekken aan minder kredietwaardige klanten (*subprime*). Problemen op deze markt vormden destijds de opmaat naar de mondiale financiële crisis. Ook de grote vraag van beleggers naar gesecuritiseerde producten en de hoge mate van verwevenheid tussen banken en niet-banken op beide markten maken deze vergelijking relevant. Niettemin zijn er belangrijke verschillen. Ten eerste is de markt voor hefboomleningen minder afhankelijk van korte termijn marktfinanciering dan de *subprime lending* markt destijds en zijn de securitisaties bij hefboomleningen minder complex. Bovendien is er strenger toezicht opgetuigd na de crisis en zijn er op het gebied van kredietbeoordelingen hervormingen doorgevoerd.

Niettemin blijft het belangrijk de financiële stabiliteitsrisico's die vanuit de markt voor hefboomleningen en CLO's uitgaan, verder in kaart te brengen. Belangrijke kopers op de mondiale primaire CLO-markt zijn banken, maar ook vermogensbeheerders en beleggingsfondsen. Deze laatsten kopen echter vaak namens derde partijen, waardoor onduidelijk is wie de uiteindelijke beleggers zijn en in hoeverre deze in staat zijn schokken op te vangen. Dit creëert onzekerheid over de manier waarop eventuele verliezen door het financiële stelsel

worden doorgegeven. De *Financial Stability Board* (FSB) brengt momenteel de ontwikkelingen en de risico's op de markt voor hefboomleningen en CLO's in kaart.

PSD2

Het Europese betaallandschap verandert substantieel, onder meer dankzij PSD2. De herziene Richtlijn Betaaldiensten (PSD2) verplicht banken ertoe om betaaldienstverleners die een vergunning hebben, toegang te geven tot de betaalrekening van bankklanten, mits zij hiervoor expliciet toestemming hebben gekregen van bankklanten. Dankzij de implementatie van de Richtlijn is de Europese betaalmarkt voor nieuwe typen toetreders geopend. De richtlijn maakt het ook eenvoudig en aantrekkelijk voor BigTech-bedrijven als Amazon, Facebook en Google om op de Europese markt betaaldiensten en andere diensten aan te bieden. In Nederland, waar de richtlijn in februari van dit jaar is geïmplementeerd, zijn inmiddels door DNB meerdere vergunningen verstrekt aan aanbieders van betaaldiensten. Ook in andere EU landen zijn er licenties verstrekt; deze bedrijven kunnen ook in Nederland hun diensten aanbieden.

PSD2 dient op een zorgvuldige wijze in het toezicht te worden geïmplementeerd. De toetreding van nieuwe aanbieders op de betaalmarkt kan een impuls geven aan de innovatie en efficiëntie in de financiële

sector. Dit is bevorderlijk voor de diversiteit en de productiviteit in de sector, terwijl consumenten profiteren van betere dienstverlening en meer keuzemogelijkheden. Niettemin kan de toetreding van nieuwe aanbieders ook met risico's gepaard gaan, zoals toenemende operationele, integriteits- of concentratierisico's. Ook bestaan er bij sommige consumenten zorgen over het waarborgen van privacy. DNB besteedt in haar toezicht veel aandacht aan nieuwe operationele en beveiligingseisen, zodat banken op een betrouwbare wijze hun betaaldata kunnen ontsluiten aan derde partijen. Ook werkt DNB nauw samen met de Autoriteit Persoonsgegevens, die toezicht houdt op de bescherming van de privacy van mensen (DNB, 2019).

Crypto's en stablecoins

Na de onstuimige opkomst van crypto's, zijn recent steeds meer zogenaamde stablecoins in opkomst. Vooral in de tweede helft van 2017 maakten cryptomarkten een onstuimige ontwikkeling door. Begin 2018 bedroeg de totale marktwaarde van crypto's bijna 800 miljard dollar, maar door forse prijsmutaties is de huidige marktwaarde ongeveer een derde hiervan (zie: [Coinmarketcap](#)). Door het volatiele karakter van de crypto's zijn zij niet geschikt als stabiel ruilmiddel, rekeneenheid of betrouwbaar opspottmiddel. Mede hierom is recent de aandacht





verlegd naar zogenaamde *stablecoins*. Een *stablecoin*, zoals Tether, is een veelal privaat uitgegeven digitale waarde-eenheid, wiens waarde gekoppeld is aan (een mandje) activa met een laag risico. Het idee achter een *stablecoin* is dat deze minder volatiel is dan een crypto, en daarmee beter als ruilmiddel en rekeneenheid kan fungeren. Tegelijkertijd zijn er aanzienlijke zorgen ten aanzien van *stablecoins*. Zo zijn, vanwege het anonieme en internationale karakter van de transacties, de risico's op witwassen groot. Wanneer snel een grote schaal wordt bereikt, kunnen er bovendien risico's ontstaan voor de financiële stabiliteit, goede werking van het betalingsverkeer en de monetaire transmissie.

Facebook en haar partners in de Libra Association hebben aangekondigd een mondiaal betaalplatform te willen lanceren. Op 18 juni publiceerde Facebook en haar partners in de Libra Association een *white paper*, waarin de plannen voor het opzetten van een mondiaal betaalplatform werden ontvouwd. Onderdeel van het initiatief is de introductie van een *stablecoin*, de zogenaamde Libra. Met behulp van een private *blockchain* worden hiermee betalingen buiten het reguliere systeem om mogelijk. Door de grote klantenbasis van Facebook en de samenwerking met grote retaildiensten heeft de Libra een enorm groeipotentieel, zeker in landen met een inefficiënte betaalinfrastructuur of in landen waar slechts een

laag aandeel van de huishoudens toegang heeft tot bancaire basisdiensten. Ook de nog altijd hoge marges op sommige bestaande grensoverschrijdende betaaldiensten en inefficiënties bij internationale overboekingen maken de Libra mogelijk aantrekkelijk voor consumenten. Volgens de Libra Association biedt de Libra bovendien een stabiel alternatief voor traditioneel *fiat*geld, omdat deze *stablecoin* gedekt zal worden door een mand aan activa (de Libra Reserve), bestaande uit deposito's en kortlopend staatspapier. De aankondiging van Facebook en haar partners in de Libra Association over de lancering van een mondiaal betaalplatform hebben tot kritische reacties bij internationale toezichthouders en beleidsmakers geleid.

Wanneer de Libra op termijn uitgroeit tot een volwaardig betaalmiddel, kan dit de financiële stabiliteit op verschillende manieren raken. Hoewel nog veel onduidelijkheid bestaat omtrent de ambities van de Libra Association, is er een aantal manieren waarop de financiële stabiliteit kan worden geraakt wanneer de Libra zou uitgroeien tot een volwaardig betaalmiddel. Ten eerste, wanneer deze *stablecoin* een breed geaccepteerd betaalmiddel wordt, kan een operationele storing een risico vormen voor het goed functioneren van het *retail* betalingsverkeer. Ook door de koppeling aan de Libra Reserve kunnen risico's voor de financiële stabiliteit ontstaan. Een eventuele

run op de Libra zou er immers toe kunnen leiden dat de onderliggende deposito's die de Libra dekken en die bij banken worden aangehouden, ineens worden teruggetrokken. Dit gaat mogelijk met liquiditeits- en/of financieringsproblemen bij banken gepaard. Tot slot kan druk ontstaan op de bedrijfsmodellen van bestaande partijen, waardoor deze meer risicovol gedrag kunnen gaan vertonen.

Ook op andere terreinen zijn aanzienlijke zorgen ten aanzien van de Libra geuit. Ten eerste zijn *stablecoins* zoals de Libra vatbaar voor financieel-economische criminaliteit vanwege het anonieme en internationale karakter van de transacties. Daarnaast roept de grootschalige verzameling en verwerking van data vragen op met betrekking tot privacy. Ook voor de effectiviteit en de onafhankelijkheid van het monetaire beleid kan Libra vergaande gevolgen hebben, zeker wanneer Libra een substantieel marktaandeel verkrijgt en een substituuat wordt voor bijvoorbeeld de euro of andere valuta. Hierdoor krijgt een private partij immers een grote rol bij het scheppen van geld, zonder daarbij de effecten op inflatie en economische groei te internaliseren. De brede zorgen rondom private *stablecoins* en het internationale karakter zijn aanleiding geweest om in mondiaal verband (binnen de G7 en de FSB) aan een gecoördineerde beleidsrespons te werken.



Naar verwachting zal DNB vanaf 10 januari 2020 integriteitstoezicht houden op aanbieders van twee typen cryptodiensten. Een belangrijke zorg rondom crypto's is dat zij kwetsbaar zijn voor financieel economische criminaliteit. Om dit risico aan te pakken ligt momenteel een wet voor in de Tweede Kamer, waarin wordt voorgesteld dat bedrijven die diensten aanbieden voor het wisselen tussen crypto's en gewoon geld en bedrijven die cryptobewaarpportemonnees aanbieden onder het integriteitstoezicht van DNB gaan vallen (Tweede Kamer, 2019). Dit houdt in dat deze bedrijven een registratie moeten krijgen bij DNB en dat de bestuurders en sommige aandeelhouders ('gekwalficeerde deelnemingen') worden getoetst (DNB, 2019). Ook na registratie en toetsing, zal DNB erop blijven toezien dat de bedrijven zich houden aan de regels rond witwassen en terrorismefinanciering. Het toezicht van DNB op deze aanbieders zal uitsluitend integriteitstoezicht zijn. Prudentieel toezicht en toezicht op consumentenbescherming zijn niet in scope van de wet- en regelgeving.

Financiële stabiliteit in Nederland

In de afgelopen drie decennia zijn rentevoeten trendmatig gedaald, zowel in nominale als in reële termen (Figuur 3). De afgenomen inflatie is een

belangrijke verklaring voor de trendmatige daling van de nominale kapitaalmarktrente sinds midden jaren tachtig. Daarnaast is de rentedaling in belangrijke mate gedreven door reëel-economische trends, met name door een mondiaal toegenomen spaarzin, afgenomen investeringsbereidheid en de gedaalde potentiële groei. Ook speelt het monetaire beleid een rol, doordat het monetaire beleid in feite om deze door structurele factoren bepaalde rente heen beweegt (DNB, 2019).

De steeds lagere rentes vormen voor Nederlandse pensioenfondsen en levensverzekeraars een probleem. De trendmatige daling van de rente heeft negatief uitgedaakt voor pensioenfondsen en levensverzekeraars, doordat hun langlopende verplichtingen sterker zijn toegenomen dan hun beleggingen. Bij een aanhoudend lage rente komen bovendien de toekomstige rendementen van deze institutionele beleggers onder druk, waardoor het moeilijker wordt verplichtingen na te komen (DNB, 2017). Verzekeraars en pensioenfondsen kunnen hierdoor geneigd zijn nieuwe, meer risicovolle beleggingsmogelijkheden op te zoeken (zie Box 2).

Vooral de pensioensector staat onder druk.

Pensioenfondsen gaan gemiddeld langere verplichtingen aan dan verzekeraars en beleggen een geringer deel van hun activa in vastrentende

waarden. Hierdoor hebben pensioenfondsen een grotere rente-*mismatch* en is hun dekkingsgraad zeer gevoelig voor dalende rentes. In het afgelopen jaar is de dekkingsgraad onder invloed van de dalende rente met 7,3 procentpunt afgenomen, en de beleidsdekkingsgraad (die wordt berekend als het gemiddelde van de dekkingsgraad op basis van dagelijkse marktinformatie over de voorafgaande 12 maanden) met 4,2 procentpunt. Het aantal pensioenfondsen waarvan de beleidsdekkingsgraad onder het minimum vereiste ligt, bedroeg in het tweede kwartaal van dit jaar 51. Deze fondsen beheren 60% van alle pensioenaanspraken. Voor deze fondsen dreigen de komende jaren kortingen op de pensioenen als de situatie zich niet herstelt.

Ook Nederlandse levensverzekeraars hebben last van de lage rente. De Nederlandse verzekeringssector heeft in de afgelopen jaren vorderingen gemaakt met het toekomstbestendig maken van de sector. Zo hebben verzekeraars kostenbesparingen doorgevoerd en garanties in het productaanbod versoberd. Ook zien sommige verzekeraars kans te profiteren van nieuwe mogelijkheden, zoals het aanbieden van verzekeringen tegen cyber risico's. Toch blijft vooral de levensverzekeringstak van de sector kwetsbaar voor een verder dalende rente, onder andere vanwege in het verleden afgegeven



rendementsgaranties. Onder invloed van de dalende rente is de solvabiliteitsratio van de levensverzekeraars in de afgelopen twee kwartalen met ruim 30 procentpunt afgenomen. Niet alleen is het in het huidige lage renteklimaat moeilijk nieuwe, winstgevende levensverzekeringsproducten op te tuigen, ook worden verzekeraars geconfronteerd met een verzadigde markt en scherpe concurrentie.

De afgelopen jaren is de financiële weerbaarheid van de Nederlandse bankensector versterkt. Nederlandse banken hebben de afgelopen jaren extra buffers opgebouwd. Zo is de risicogewogen kernkapitaalratio in de afgelopen jaren gestegen, van 13,9% in het eerste kwartaal van 2014 naar 16,9% in het tweede kwartaal van 2019. Ook hebben de Nederlandse (groot)banken in de afgelopen jaren additionele kapitaalinstrumenten (AT1) en achtergestelde instrumenten (MREL) opgebouwd, waarmee banken extra buffers hebben die voor herkapitalisatie kunnen worden gebruikt. Een kanttekening is evenwel dat de ongewogen kapitaalratio (hefboomratio) relatief laag is in internationaal perspectief (Figuur 4). Dit komt doordat Nederlandse banken relatief veel hypothecaire leningen op de balans hebben staan, waar relatief lage risicogewichten aan worden toegekend. De risicoweging die banken hanteren voor hun hypothecaire leningen is bovendien in de afgelopen drie jaar aanzienlijk gedaald (zie [Huizenmarkt](#)).

In de komende jaren dienen de Nederlandse banken hun buffers verder te verhogen om te voldoen aan de aangescherpte eisen voor kapitaal en resolutie.

Begin juni zijn met het nieuwe Europees pakket aan regulering (Bankenpakket) verdere stappen gezet om de risico's in de bankensector verder te verlagen en meer proportionaliteit in de regelgeving in te bouwen. Het nieuwe pakket omvat onder andere een ongewogen kapitaaleis en een opslag hierop voor mondiaal systeemrelevante banken. Het internationale Bazel 3.5-akkoord uit december 2017 maakt nog geen onderdeel uit van dit Bankenpakket. DNB zet zich in voor een consistente, volledige en tijdige implementatie van het Bazel 3.5-akkoord in Europese regelgeving. Om per 2027 aan de Bazel 3.5-eisen te voldoen, hebben de drie grootste Nederlandse banken naar verwachting een additionele kapitaalbehoefte van ongeveer EUR 7,0 miljard CET1-kernkapitaal en EUR 4,6 miljard AT1-kapitaalinstrumenten. Gezien hun winstgevendheid kunnen zij naar verwachting door middel van winstinhouding aan de nieuwe kapitaalvereisten voldoen.

Het systeemrisico in de huizenmarkt is toegenomen.

Huizenprijzen bevinden zich momenteel op een historisch hoog niveau. Ten opzichte van het dal in juni 2013 zijn de nominale huizenprijzen gemiddeld gezien met meer dan 39% toegenomen. De afgelopen

drie jaar bedroeg de jaarlijkse prijsstijging gemiddeld zelfs bijna 8%. De prijsstijgingen kunnen voor een deel verklaard worden door een achterblijvend aanbod en een dalende rente, maar er zijn ook signalen van overwaardering. Huizenprijzen stegen de afgelopen jaren aanzienlijk sneller dan inkomens. Ook vertonen huizenkopers risicovoller gedrag. Zo lenen zij steeds meer ten opzichte van hun inkomen en worden steeds meer woningen boven de vraagprijs gekocht (zie [Huizenmarkt](#)).

Macro prudentieel beleid in Nederland

In het derde kwartaal is besloten de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) op 0% te handhaven. De *credit gap*, het verschil tussen de totale kredietverlening aan bedrijven en huishoudens en haar trendmatige niveau, is een belangrijke indicator voor het vaststellen van de CCyB. De *credit gap* is al geruime tijd negatief, wat duidt op een gematigde ontwikkeling van de netto kredietgroei. Naast de *credit gap* kijkt DNB ook naar andere indicatoren, zoals kredietgroei in subsectoren en onroerendgoedprijzen.

DNB wil een ondergrens opleggen aan de risicogewichten op hypothecaire leningenportefeuilles.

De risicogewichten die banken op dit moment hanteren voor hun hypothecaire leningen



weerspiegelen niet het toegenomen systeemrisico in de huizenmarkt. Om de weerbaarheid van banken voor een significante huizenprijsdaling te versterken, is DNB voornemens om vanaf het najaar van 2020 een ondergrens aan de risicoweging van hypothecaire leningenportefeuilles op te leggen. Banken moeten hierdoor meer kapitaal aanhouden voor hun hypothecaire leningenportefeuilles (zie [Huizenmarkt](#)).

DNB pleit voor strengere en stabielere leennormen.

De leennormen (de LTV- en de LTI-limiet) blijven in internationaal perspectief ruim. Bovendien draagt de manier waarop de LTI-limiet wordt berekend bij aan huizenprijschommelingen. Daarom blijft DNB een verdere verlaging van de LTV-limiet wenselijk vinden en pleit zij, samen met de AFM, ervoor opties te verkennen om de stabiliserende functie van de leenruimtesystematiek op macroniveau te versterken. Een verdere afbouw van de hypotheekrenteaf trek blijft vanuit een financiële stabiliteitsperspectief ook wenselijk omdat de prikkel tot schuldfinanciering hierdoor wordt beperkt.

De extra kapitaalbuffers voor systeembanken blijven van toepassing. De Nederlandse bankensector is in internationaal perspectief relatief groot en geconcentreerd. DNB heeft de vijf systeemrelevante banken een systeembuffer opgelegd, die dit jaar volledig opgebouwd dient te zijn. Net als in voorgaande jaren wordt de hoogte van deze buffer in dit najaar weer geëvalueerd.



Risicokaart



Toelichting

De risicokaart geeft een schematisch overzicht van de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit. De grootte van de cirkel geeft de omvang van het risico weer. De kleur van de cirkel geeft weer of een risico op de middellange termijn gezien toenemend (rood), afnemend (groen) of constant (grijs) is. De interactieve risicokaart uit het [OFS Voorjaar 2019](#) geeft specifieke informatie per risico. Ten opzichte van de risicokaart uit het Voorjaar 2019 zijn de bollen 'Landenrisico' en 'Lage rente' groter en acuter geworden. De intensivering van de handelsoorlog en de toegenomen onzekerheid ten aanzien van de brexit zijn belangrijke overwegingen geweest om de bol 'Landenrisico' te vergroten en links van het risico 'Scherpe marktcorrectie' te plaatsen. De bol 'Lage rente' is vergroot met het oog op de steeds lagere markttrentes in de ontwikkelde landen en het verder verruimende monetaire beleid. Omdat dit risico acuter is geworden, is deze bol verder naar links verplaatst.



Cijfers

Beleids- en geopolitieke
onzekerheid neemt toe
[Bekijk figuur 1 →](#)

De Nederlandse rentes bevinden
zich op historisch lage niveaus
[Bekijk figuur 3 →](#)

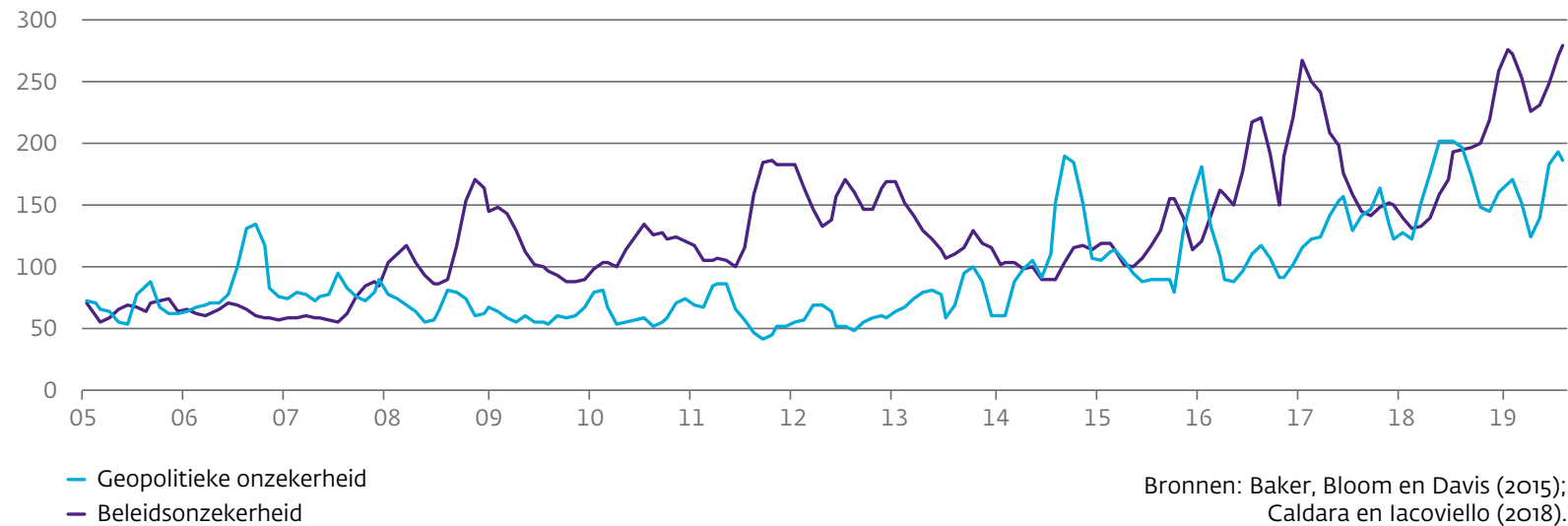
Uitstaande volume van hefboom-
leningen is op recordniveau
[Bekijk figuur 2 →](#)

Nederlandse banken hebben
relatief hoge gewogen en relatief
lage ongewogen kapitaalratio's
ten opzichte van eurogebied
[Bekijk figuur 4 →](#)



Figuur 1 Beleids- en geopolitieke onzekerheid neemt toe

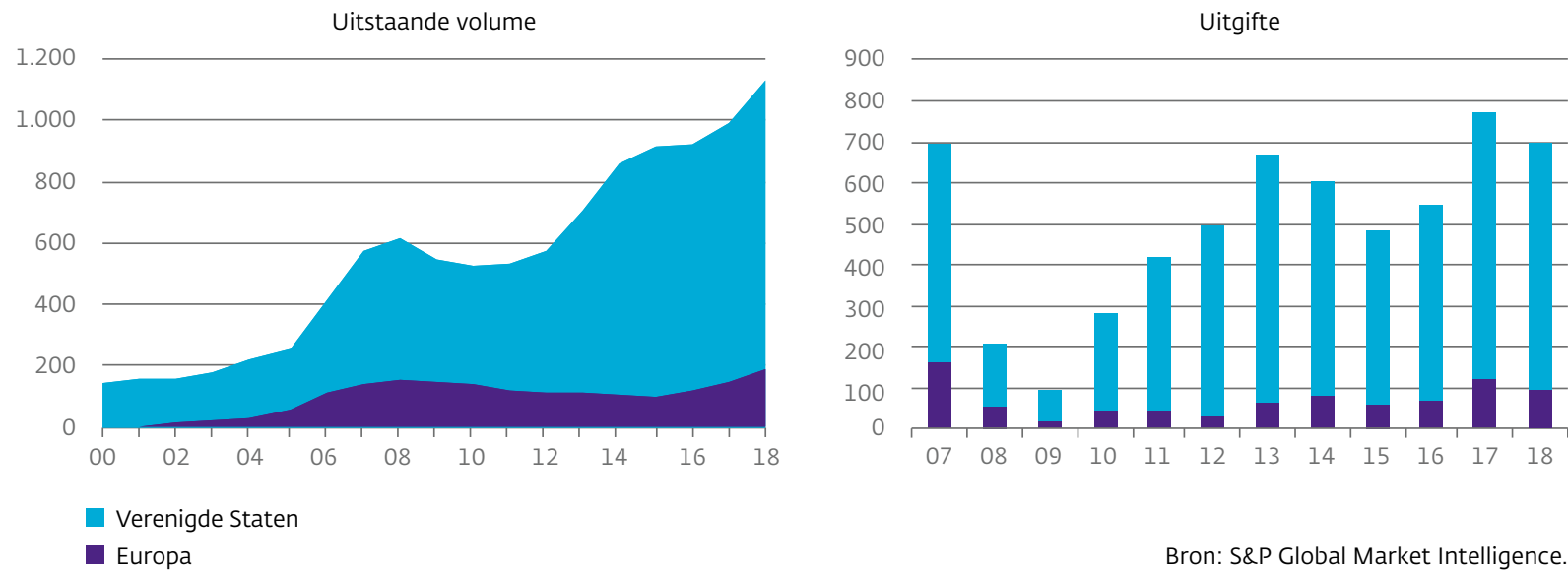
Indices, 3-maands voortschrijdende gemiddelden



Toelichting: Beleidsonzekerheid is de *Economic Policy Uncertainty* index berekend door Baker, Bloom en Davis (2015), waarbij de mate van beleidsonzekerheid wordt gemeten door de frequentie waarin bepaalde woordcombinaties voorkomen in belangrijke kranten. Geopolitieke onzekerheid is de *Geopolitical Risk* index berekend door Caldara en Iacoviello (2018). De frequentie waarmee aan geopolitieke spanningen wordt gerefereerd in kranten bepaalt de hoogte van deze index.

Figuur 2 Uitstaande volume van hefboempleningen is op recordniveau

Miljarden USD

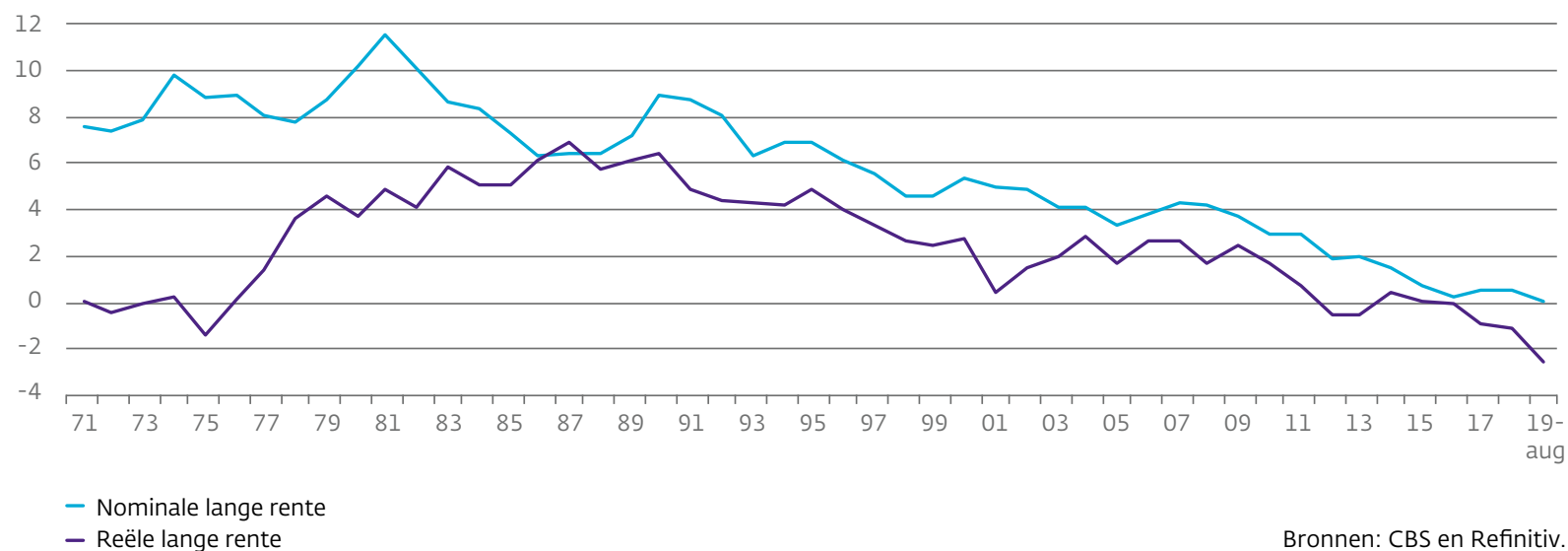


Bron: S&P Global Market Intelligence.

Toelichting: Er bestaat geen algemeen geaccepteerde definitie van hefboempleningen. De cijfers in deze figuur zijn gebaseerd op de veel gebruikte *S&P leveraged loan index*. De schattingen van de *Bank of England* zijn hoger, doordat zij in hun definitie ook institutionele leningen die niet in de S&P index zitten, aflossende leningen en doorlopende kredietfaciliteiten meenemen.

Figuur 3 De Nederlandse rentes bevinden zich op historisch lage niveaus

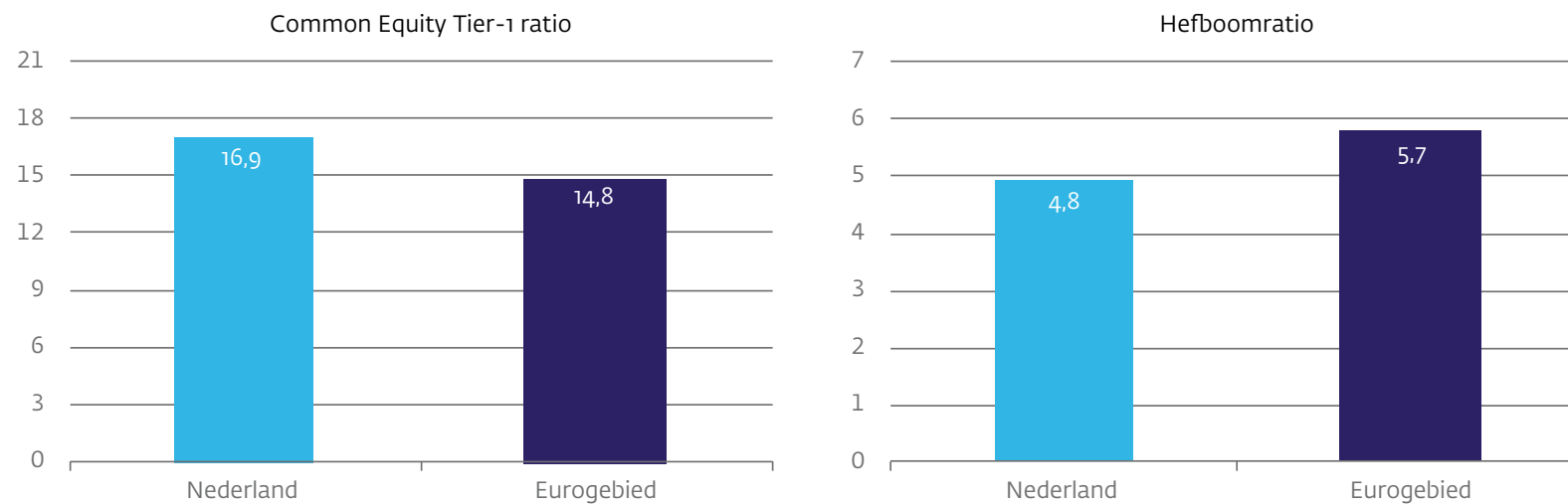
Procenten per jaar



Toelichting: De nominale lange rente is de gemiddelde 10-jaarsrente op Nederlandse staatsobligaties. De reële lange rente is de nominale lange rente gecorrigeerd voor de inflatie (op basis van gemiddelde consumentenprijzen per jaar).

Figuur 4 Nederlandse banken hebben relatief hoge gewogen en relatief lage ongewogen kapitaalratio's ten opzichte van eurogebied

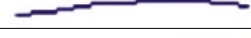
Procenten risicogewogen activa; Procenten totale uitzettingen; 2019-I



Bron: ECB.

Macroprudentiële indicatoren

De cijfers zijn in procenten, behalve waar anders aangegeven

Macroprudentiële indicatoren De cijfers zijn in procenten, behalve waar anders aangegeven		Recentste waarneming	Ontwikkeling na 1998			
			Min	Max	Gem	Beschouwde periode
Kredietcondities						
Trendafwijking krediet/bbp-ratio ¹⁾	-28,1	-28,1	10,1	-3,0		1998K1-2019K2
Kredietgroei huishoudens (j-o-j)	1,2	-1,3	16,2	5,5		1998K1-2019K2
Kredietgroei niet-financiële bedrijven (j-o-j)	2,0	-1,8	10,6	4,4		1998K1-2019K2
Kredietvoorwaarden voor niet-financiële bedrijven ²⁾	0	-47	98	5		2003K1-2019K3
Kredietvoorwaarden voor woninghypotheken ²⁾	-34	-53	100	10		2003K1-2019K3
Hefboomwerking						
Leverage ratio CRD IV, fully loaded ³⁾	5,0	3,4	5,0	4,2		2014K1-2019K2
Tier 1-kapitaal/balanstotaal bankwezen (tot 2013K4)	5,0	3,0	5,0	3,9		1998K1-2013K4
CET1-ratio banken CRD IV, volgens transitiereregels	16,9	13,6	17,0	15,5		2014K1-2019K2
Tier 1-ratio banken obv CRD III (tot 2013K4) ⁴⁾	12,5	8,2	12,8	10,0		1998K1-2013K4
Krediet huishoudens (% bbp)	100,5	73,6	118,4	103,5		1998K1-2019K2
Krediet niet-financiële bedrijven (% bbp)	131,7	115,0	148,5	128,8		1998K1-2019K2
Vastgoedmarkt						
Huizenprijsgroei (j-o-j)	5,7	-9,9	20,1	4,4		1998jan-2019aug
Prijsgroei commercieel vastgoed (j-o-j)	8,0	-7,5	9,8	2,7		1998K1-2019K2
Loan-to-Value-ratio starters ⁵⁾	89,8	89,8	95,7	93,2		2013K2-2018K4
Loan-to-Income-ratio starters ⁶⁾	400	385	404	394		2013K1-2018K4
Hypotheekrente nieuwe contracten 5-10 jaar (bp)	215	215	553	410		2003jan-2019jul

Macroprudentiële indicatoren

De cijfers zijn in procenten, behalve waar anders aangegeven

Macroprudentiële indicatoren De cijfers zijn in procenten, behalve waar anders aangegeven		Recentste waarneming	Ontwikkeling na 1998			
			Min	Max	Gem	Beschouwde periode
Liquiditeit banken						
Loan-to-deposit-ratio ⁷⁾	136,8	136,8	191,2	170,6		1998K4-2019K2
Aandeel marktfinanciering met looptijd < 1 jaar	24,5	15,3	32,0	25,1		2003K1-2019K2
Systeemrelevantie						
Omvang bankbalans in procenten bbp	321,3	306,5	562,5	408,3		1998K1-2019K2
Aandeel G5 banken in balanstotaal bankensector ⁸⁾	85,1	79,9	90,3	86,6		1998K1-2019K2
Rating uplift systeemrelevante banken (stappen) ⁹⁾	1,0	1,0	2,3	2,0		2012-2018
Internationale risico's						
Lange rente (bp) ¹⁰⁾	-49,9	-49,9	566,6	302,5		1998jan-2019aug
BAA-AA risicopremie (bp) ¹¹⁾	93,0	74,0	463,0	161,4		2001jan-2019aug
Risicopremie geldmarkt (bp) ¹²⁾	7,4	1,0	186,0	19,4		1999jan-2019aug
Risicopremie op <i>senior unsecured</i> bankobligaties (bp) ¹³⁾	64,9	12,6	321,5	82,4		1999jan-2019aug
Financiële stressindex ¹⁴⁾	-0,10	-0,56	3,32	0,20		1999dec-2019aug
Wereldwijde kredietgroei niet-financiële bedrijven (j-o-j) ¹⁵⁾	-0,1	-5,8	20,3	6,1		2000K1-2019K1
Wereldwijde huizenprijsgroei (j-o-j)	1,5	-7,9	10,5	2,8		2001K1-2018K3

Macroprudentiële indicatoren

De cijfers zijn in procenten, behalve waar anders aangegeven

Concentratie uitzettingen Nederlandse banken ¹⁶⁾			
	Nederland	Buitenland	2019K2
Totaal schuldbewijzen en leningen	49,9	50,1	
Centrale bank	5,9	2,6	
Overheden	5,7	5,1	
Kredietinstellingen	1,0	9,7	
Overige financiële bedrijven	2,0	6,4	
Niet-financiële bedrijven	11,0	17,0	
Waarvan: Midden- en kleinbedrijf	3,0	3,5	
Waarvan: Commercieel vastgoed	4,3	2,7	
Huishoudens	24,3	9,3	
Waarvan: Hypothecaire leningen	23,1	7,9	
Waarvan: Consumptief krediet	0,7	1,0	

Bron: Bloomberg, BIS, CBS, DNB, IMF, IPD, Moody's, Thomson Reuters Datastream.

Bp = basispunten

Toelichting bij de tabel

- 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 verhouding van banken die kredietvoorwaarden aanscherpen en die versoepelen, waarbij een positief getal een netto aanscherping en een negatief getal een netto versoepeling aangeeft.
- 3) Berekend op basis van de meest recente definitie van de leverage ratio zoals overeengekomen door het Bazels Comité in januari 2014.
- 4) De hier gerapporteerde Tier 1-ratio is inclusief de zogenoemde Basel-I-vloer.
- 5) 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 35 jaar ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Schatting door DNB op basis van een steekproef van Nederlandse hypotheekleningen.
- 6) 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 35 jaar ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Schatting door DNB op basis van een steekproef van Nederlandse hypotheekleningen.
- 7) De ratio van leningen (inclusief gesecuritiseerde leningen) aan en deposito's van de binnenlandse niet-financiële private sector.
- 8) Het gezamenlijke balanstotaal van de grootste 5 Nederlandse banken (ABN AMRO, ING, Rabobank, Volksbank en BNG) als percentage van het balanstotaal van de Nederlandse bankensector.
- 9) Het verschil tussen de kredietbeoordeling met en zonder overheidssteun, gebaseerd op Moody's methodologie. Dit is een gemiddelde van ABN AMRO, ING, Rabobank en Volksbank, gewogen naar balanstotaal.
- 10) Het rendement op Nederlandse overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar.
- 11) Het verschil tussen het rendement op internationale bedrijfsobligaties met een BBB-kredietbeoordeling en internationale bedrijfsobligaties met een AA-kredietbeoordeling.
- 12) Het verschil tussen 3-maands euriborrente en de 3-maands EONIA swap-index.
- 13) Het verschil tussen het rendement op Europese *senior unsecured* bankobligaties en de 5-jaars swaprente.
- 14) Index gebaseerd op indicatoren van Nederlandse aandelen-, obligatie- en valutamarkten.
- 15) Ontwikkeling van de kredietverlening aan de niet-financiële private sector in alle aan de BIS rapporterende landen.
- 16) Het aandeel van Nederlandse en buitenlandse tegensectoren in de uitzettingen van alle Nederlandse banken, gebaseerd op gerapporteerde geconsolideerde cijfers voor toezichtdoeleinden.

Macroprudentieel beleid inzake de Nederlandse huizenmarkt

Het systeemrisico in de huizenmarkt is de afgelopen jaren toegenomen. Huizenprijzen stegen de afgelopen jaren aanzienlijk sneller dan inkomens, en riskant leengedrag neemt toe. De hypotheekschuld blijft tegelijkertijd erg hoog. Een eventuele huizenprijscorrectie kan met name huishoudens en banken raken. Om de schokbestendigheid van huishoudens te vergroten, is het wenselijk dat de overheid de leencapaciteit van huishoudens beperkt. Om de weerbaarheid van banken te vergroten, wil DNB dat banken meer kapitaal aanhouden voor hun hypothecaire leningenportefeuilles.

Het systeemrisico in de huizenmarkt is de afgelopen jaren toegenomen. Huizenprijzen stijgen al enige jaren fors; in de afgelopen drie jaar gemiddeld met bijna 8% per jaar. Dit kan voor een deel verklaard worden door een achterblijvend aanbod en een dalende rente, maar er zijn ook signalen van overwaardering. Reële prijzen liggen in de grote steden inmiddels ruim 17% hoger dan bij de vorige piek, terwijl ze in Noord-Holland, Zuid-Holland, Utrecht en Flevoland – samen goed voor 44% van de koopwoningen – rond het vorige piekniveau liggen. Prijzen stegen de afgelopen jaren aanzienlijk sneller dan inkomens. Als gevolg hiervan liggen prijs/inkomen ratio's in de grote steden inmiddels hoger dan ten tijde van de vorige piek in de huizenmarkt (Figuur 5). Ondanks de lage rente zijn de financieringslasten (netto rente en aflossing) toegenomen: bij een volledig annuïtaire financiering liggen de financieringslasten bijna net zo hoog als vlak voor de crisis. Ook lijkt risicovoller gedrag van kopers,

zoals overbieden, een rol te spelen bij de prijsstijgingen. Het aandeel woningtransacties waarbij de koopsom boven de vraagprijs lag, is in 2019 verder toegenomen tot meer dan 60% in de vier grote steden en bijna 40% in Nederland als geheel. Inmiddels lijkt de prijsstijging af te vlakken (Figuur 6). Na een stijging van 9% vorig jaar, wordt voor 2019 een prijsstijging van 5,9% verwacht, gevolgd door 2,8% en 2,3% in de jaren daarna. Hoewel er sprake is van een afvlakking van de (verwachte) prijsstijging, is een prijscorrectie niet uitgesloten. Na de snelle prijsstijgingen aan het eind van de jaren negentig en aan het begin van de eenentwintigste eeuw vlakke de prijsstijging ook eerst af, voordat in 2009 de prijzen begonnen te dalen.

Huizenkopers lenen steeds meer en de totale hypotheekschuld blijft hoog. Huizenkopers brengen weliswaar meer eigen geld in bij de aankoop van een woning, maar lenen ook steeds meer in verhouding

tot hun inkomen. Dit geldt voor zowel starters als doorstromers. Het aandeel huizenkopers dat bijna maximaal leent, is de afgelopen jaren gestaag toegenomen (Figuur 7). In het tweede kwartaal van 2019 leende bijna de helft van de starters en bijna vier op de tien doorstromers minstens 90% van wat zij maximaal kunnen lenen. In 2013 gold dit voor 44% van de starters, en voor bijna drie op de tien doorstromers. Mede doordat de LTV-limiet is verlaagd, is de gemiddelde *loan-to-value* (LTV) bij aankoop van een woning de afgelopen jaren gedaald. Toch blijven LTV's van met name starters uitzonderlijk hoog in vergelijking met andere landen. In Nederland sluit circa twee derde van de starters een lening af met een LTV-ratio van ten minste 90%; voor circa 38% van de starters bedraagt de hoogte van de hypothecaire lening minimaal de volledige waarde van het huis. In andere landen is dit vaak niet mogelijk; zo is de maximale LTV in Zweden en Noorwegen 85%, in Ierland 80% (90% voor starters) en zijn in Duitsland en Oostenrijk LTV-ratio's doorgaans niet hoger dan 80%. Daarnaast geldt dat de hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens nog steeds erg hoog is, ondanks de daling sinds 2013 (van ruim 105% naar 91% van het bbp). Ter vergelijking: de gemiddelde hypotheekschuld in het eurogebied is 55% van het bbp.



De hoge schulden maken Nederlandse huishoudens kwetsbaar voor de gevolgen van een neerwaartse correctie op de huizenmarkt. Door de hoge hypotheekschulden staan huizen bij eventuele prijsdalingen sneller onder water. Huishoudens met een huis dat onder water staat consumeren minder. Dit was zichtbaar tijdens de vorige crisis. Het CPB becijferde onlangs dat huishoudens met een huis dat al onder water stond of dat in de crisis onder water kwam te staan, in 2014 17% van hun gemiddeld besteedbaar inkomen minder consumeerden dan in 2007. Als de huishoudens die tijdens de crisis onder water stonden hun consumptie niet hadden beperkt, zou de consumptie in 2014 vier procentpunt hoger hebben gelegen. Dit illustreert de grote gevoeligheid van de Nederlandse consumptie voor de huizenprijsontwikkeling (zie ook DNB, 2018).

Ook banken kunnen worden geraakt door een huizenprijscorrectie. Bij wanbetaling hebben Nederlandse banken een claim op zowel het onderpand als op het inkomen en het vermogen van de hypotheekgever. Daarnaast biedt de Nationale Hypotheekgarantie (NHG) banken een extra garantie als de verkoopwaarde van het onderpand bij gedwongen verkoop lager is dan de waarde van de lening. Mede dankzij deze factoren bleven de verliezen van de Nederlandse banken op hypothecaire leningen tijdens de recente crisis relatief beperkt, ondanks de

huizenprijsdaling. Niettemin wijzen stresstesten uit dat bij een forse huizenprijscorrectie de verwachte verliezen van banken op hypothecaire leningen wel degelijk fors kunnen oplopen, als de kans op wanbetaling toeneemt door bijvoorbeeld een sterke stijging van de werkloosheid, en tegelijkertijd de waarde van het onderpand door de huizenprijscorrectie sterk daalt. Nederlandse banken worden ook indirect geraakt door een huizenmarktcorrectie, doordat de Nederlandse economie erg gevoelig is voor de huizenprijsontwikkeling, zoals hierboven beschreven. Tenslotte zijn Nederlandse banken nog steeds relatief afhankelijk van marktfinanciering (IMF, 2019), die in de crisis volledig opdroogde. Ook dit maakt Nederlandse banken kwetsbaar voor een huizenprijscorrectie.

De recente aanbeveling van het Europees Comité voor Systeemrisico's (European Systemic Risk Board – ESRB) wijst ook op de risico's in de Nederlandse huizenmarkt. Het ESRB is verantwoordelijk voor het macroprudentieel toezicht op het financiële stelsel van de EU. Het ESRB beoordeelt systeemrisico's en geeft waar nodig waarschuwingen en aanbevelingen. Op 23 september publiceerde het ESRB een aanbeveling aan de Nederlandse autoriteiten om maatregelen te nemen met het oog op de risico's in de huizenmarkt. Twee jaar geleden ontving Nederland al een waarschuwing van het ESRB. Destijds had de waarschuwing vooral betrekking op de hoge hypotheekschuld, de zeer hoge

LTV-ratio's, en het grote aantal onderwaterhypotheekleningen. Het ESRB erkent dat er sindsdien maatregelen zijn genomen om de risico's te adresseren, maar is van mening dat verdere maatregelen nodig zijn. Bovendien wijst het ESRB erop dat de risico's zijn toegenomen door de forse prijsstijgingen in de afgelopen jaren. Het ESRB doet daarom nu een aantal aanbevelingen aan de regering en DNB. Op deze aanbevelingen is *comply-or-explain* van toepassing, wat betekent dat de regering en DNB de aanbevelingen zullen moeten opvolgen, of zullen moeten toelichten waarom ervoor wordt gekozen dit niet te doen. De regering wordt aanbevolen om 1) de maximale verhouding tussen de leencapaciteit en de waarde van het huis (de *loan-to-value* (LTV)-limiet) verder te verlagen, 2) de methodologie aan te passen die wordt gebruikt om de maximale verhouding tussen de leencapaciteit en het inkomen (de *loan-to-income* (LTI)-limiet) te berekenen, 3) een *act-or-explain* mechanisme in te stellen voor aanbevelingen van het Financieel Stabiliteitscomité ten aanzien van LTV- en LTI-limiet, en 4) bredere structurele maatregelen te nemen zodat huishoudens niet langer worden gestimuleerd om excessieve hypotheekschulden aan te gaan. Het ESRB beveelt DNB aan om kapitaalmaatregelen te nemen die de weerbaarheid van de bankensector vergroten tegen de door het ESRB geïdentificeerde risico's op de Nederlandse woningmarkt.



Schokbestendigheid huishoudens

De prikkel tot schuldfinanciering is verkleind, maar leennormen blijven ruim. De overheid heeft in de afgelopen jaren verschillende maatregelen genomen die de toename van de hypotheekschuld beperken. Voor nieuwe hypothecaire leningen is alleen hypotheekrenteaftrek mogelijk als de lening binnen 30 jaar minimaal annuïtair wordt afgelost, en het hoogste tarief waartegen de hypotheekrente kan worden afgetrokken wordt versneld afgebouwd naar 37%. Daarnaast is de LTV-limiet verlaagd tot 100%. Deze maatregelen verminderen de prikkel voor schuldfinanciering, en dragen daardoor bij aan een meer stabiele ontwikkeling van huizenprijzen. Om de schokbestendigheid van huishoudens te vergroten is het echter wenselijk dat aanvullende maatregelen worden genomen. Zo blijven de leennormen (de LTV- en de LTI-limiet) in internationaal perspectief ruim, en blijft de hypotheekrenteaftrek ook na de voorgenomen afbouw nog genereus (zie bijvoorbeeld [OESO](#), 2017).

Aan de vraagzijde kunnen een verdere verlaging van de LTV-limiet, een stabiele LTI-limiet en een verdere afbouw van de hypotheekrenteaftrek bijdragen aan een stabielere ontwikkeling van huizenprijzen. Bij een verdere verlaging van de LTV-limiet komen huishoudens minder snel onder water

te staan bij een huizenprijscorrectie, wat de negatieve economische effecten zou verkleinen. Omdat er bij een verdere verlaging van de LTV-limiet een grotere vraag naar huurwoningen zal ontstaan, is hierbij ook flankerend beleid nodig, gericht op meer aanbod van huurwoningen. De huidige berekeningswijze van de LTI-limiet zorgt ervoor dat de maximale LTI-ratio meebeweegt met het besteedbaar inkomen. Daarnaast is de leenruimte afhankelijk van de actuele hypotheekrente als de rentevastperiode van de lening 10 jaar of langer is. Veel huishoudens kiezen voor een dergelijke lange rentevastperiode, waardoor de rentedaling in de afgelopen jaren heeft geleid tot een grotere leenruimte voor huishoudens. Deze extra leencapaciteit draagt in een krappe markt bij aan hogere huizenprijzen. Daarom pleit DNB, samen met de AFM, ervoor opties te verkennen om de stabiliserende functie van de leenruimtesystematiek op macroniveau te versterken. Daarnaast blijft de hypotheekrenteaftrek ook na de voorgenomen afbouw nog genereus. Het is wenselijk om de hypotheekrenteaftrek verder af te bouwen, om zo de prikkel tot schuldfinanciering verder te verkleinen. De huidige lage rente vermindert de waarde van de hypotheekrenteaftrek, wat betekent dat het nu een gunstig moment is om deze maatregel te nemen.

Het woningaanbod dient te worden vergroot, met name in het middensegment van de huurmarkt.

Vooral in de grote steden is er een tekort aan vrije sector-huurwoningen, waardoor middeninkomens tussen wal en schip vallen en starters min of meer gedwongen worden om te kopen ([DNB](#), 2017). Het woningaanbod dient beter aan te sluiten op de vraag ([Nijskens et al.](#), 2019). Ook het ESRB wijst in haar aanbeveling op het gebrek aan woningaanbod. Het beleid van het kabinet en lokale overheden is erop gericht het woningaanbod te vergroten. In 2018 zijn er ruim 66 duizend nieuwbouwwoningen bijgekomen, en ruim 7 duizend niet-woongebouwen getransformeerd naar woningen. Daarmee werd het streefcijfer van 75 duizend nieuw te realiseren woningen bijna gehaald. In de eerste helft van 2019 zijn echter bijna 20% minder bouwvergunningen afgegeven dan een jaar eerder. Er is sprake van lange doorlooptijden, onder meer vanwege een personeelstekort in de bouw en conflicterende belangen bij lokale overheden. Gemeenten hebben te maken met een *insider-outsider* dilemma: nieuwe bewoners profiteren van nieuwbouw, maar huidige inwoners zien liever niet dat er 'in hun achtertuin' nieuwe woningen worden bijgebouwd. Door bezwaarprocedures kan het vergunningsverleningsproces aanzienlijke vertraging oplopen. Het kabinet heeft op Prinsjesdag een nieuw pakket aan maatregelen voor de woning-



markt aangekondigd, bestaande uit onder meer een budgettaire impuls voor de woningbouw van 1 miljard euro, een structurele vermindering van de verhuurderheffing van 100 miljoen euro per jaar, en beleid gericht op het behouden van betaalbare woningen in de bestaande huurvoorraad en een betere verdeling van de bestaande voorraad.



Weerbaarheid banken

De weerbaarheid van banken tegen een eventuele huizenprijscorrectie is essentieel voor de financiële stabiliteit. In het algemeen geldt dat banken de meest systeemrelevante financiële instellingen zijn. Van alle financiële instellingen staan banken bovendien het meest bloot aan risico's in de huizenmarkt. Zo hebben zij veel Nederlandse hypothecaire leningen op hun balans staan; met 23% van hun activa is dat aanzienlijk meer dan bij verzekeraars (14%) en pensioenfondsen (3%).

De risicogewichten die banken op dit moment hanteren voor hun hypothecaire leningen weerspiegelen niet het toegenomen systeemrisico in de huizenmarkt. Bijna alle banken bepalen met behulp van interne risicomodellen hoe risicovol hun hypothecaire leningen zijn: aan 96% van de uitstaande hypotheekvoorraad op de balans van banken wordt op deze manier een risicogewicht toegekend. Op basis van de risicogewichten wordt vastgesteld hoeveel kapitaal de banken moeten aanhouden om eventuele verliezen op te vangen. De risicogewichten voor Nederlandse hypothecaire leningen behoren

tot de laagste van de EU (Figuur 8). DNB acht deze risicogewichten vanuit macroprudentieel oogpunt onvoldoende prudent, gelet op het toegenomen systeemrisico. Analyses van DNB laten zien dat de risicogewichten in een zwaar weer-scenario met 8 tot 11 procentpunt kunnen toenemen.¹ Door deze toename van de risicogewichten zouden de CET1-kapitaalratio's van banken gemiddeld met 1 tot 1,3 procentpunt dalen. Dit kan, met name in tijden van crisis, het vertrouwen van marktpartijen verminderen. Mede gelet op de relatief lage *leverage* ratio's van Nederlandse banken (gemiddeld 5,0%), kan de bereidheid van marktpartijen om Nederlandse banken te financieren hierdoor afnemen, zoals in de vorige crisis. De afhankelijkheid van marktfinanciering kan worden gemeten aan de hand van de *loan-to-deposit* ratio. Nederlandse banken hebben deze ratio na de crisis teruggebracht van ruim 191% in 2008 tot 137% in 2019. Niettemin zijn Nederlandse banken in internationaal perspectief nog steeds in sterke mate afhankelijk van marktfinanciering (IMF, 2019). Ook het ESRB stelt in haar aanbeveling dat de risico's voor de financiële stabiliteit op dit moment niet worden gereflecteerd in deze risicogewichten.

Bovendien is sinds 2015 de gemiddelde risicoweging van hypothecaire leningen bij banken met circa 20% gedaald (van 14 naar 11%), terwijl er bij verzekeraars en pensioenfondsen geen sprake is van een daling.

Naast structurele kenmerken, zoals de geleidelijke daling van de LTV's van nieuwe leningen, spelen cyclische factoren een belangrijke rol in de daling van de risicogewichten bij banken. Vooral de stijging van de waarde van het onderpand en de afname van het aantal wanbetalingen hebben de risicoweging negatief beïnvloed. Hoewel de daling van de risicogewichten op basis van de risicokenmerken van de individuele leningen verklaarbaar is, staat zij op gespannen voet met de toegenomen systeemrisico's in de huizenmarkt. Bij verzekeraars en pensioenfondsen was er de afgelopen jaren geen sprake van een daling van de kapitaaleisen voor hypothecaire leningen. Daarnaast bieden Solvency II en het Financieel Toetsingskader (FTK) DNB geen mogelijkheden om macroprudentiële maatregelen te nemen t.a.v. de kapitaaleisen voor de hypothecaire leningenportefeuilles van verzekeraars en pensioenfondsen.

¹ Het gaat daarbij om het zwaar weer-scenario dat ook is gebruikt door de *European Banking Authority* (EBA) in de EU-brede stresstest uit 2018, en waarin de Nederlandse huizenprijzen na 3 jaar in totaal circa 25% lager uitvallen dan in het *baseline* scenario.

Om de weerbaarheid van banken te versterken, is DNB voornemens een ondergrens op te leggen aan de risicoweging van hypothecaire leningenportefeuilles. Deze ondergrens moet worden toegepast door alle banken die gebruik maken van interne risicomodellen. De ondergrens is hoger naarmate de onderliggende hypothecaire leningen een hogere *loan-to-value* (LTV) ratio hebben, waardoor meer kapitaal moet worden aangehouden voor risicovollere hypothecaire leningenportefeuilles. Hypothecaire leningen die geheel of gedeeltelijk zijn gedekt door Nationale Hypotheek Garantie (NHG) zijn uitgezonderd van de maatregel. Door een minimale risicoweging voor te schrijven, wordt voorkomen dat de kapitalisatie van banken in goede tijden onvoldoende rekening houdt met systeemrisico's. De maatregel van DNB geldt in beginsel voor een periode van twee jaar. De maatregel komt dus niet bovenop de nieuwe kapitaaleisen op basis van het Bazel 3.5-akkoord, die waarschijnlijk vanaf 2022 gefaseerd worden ingevoerd. Naar verwachting zullen de risicogewichten voor hypothecaire leningen als gevolg van dit akkoord een vergelijkbare beweging inzetten.²

Diverse andere landen hebben vergelijkbare maatregelen genomen. Zweden, Finland en België hebben in de afgelopen jaren ook de risicogewichten van hypothecaire leningen verhoogd (Figuur 8). Ook in deze landen was sprake van substantiële risico's in de huizenmarkt en zeer lage risicogewichten. Daarnaast hebben enkele landen de contracyclische kapitaalbuffer aangezet. Zo hanteert Denemarken op dit moment een CCyB van 1%. In haar toelichting op het aanzetten van de CCyB wees Denemarken onder andere op de snel stijgende huizenprijzen.

Door de maatregel van DNB zullen banken beter in staat zijn de gevolgen van een huizenmarktcorrectie op te vangen. Volgens schattingen van DNB neemt de hoeveelheid kapitaal die de banken gezamenlijk moeten aanhouden toe met bijna EUR 3 miljard, waarvan ruim EUR 2 miljard kernkapitaal. Hoewel het effect per bank zal verschillen vanwege de verschillen tussen hypothecaire leningenportefeuilles van banken en de risicoweging die zij hanteren op basis van hun risicomodellen, neemt de gemiddelde risicoweging van hypothecaire leningen door deze maatregel naar verwachting toe tot 14 à 15%. De maatregel draagt bij aan een stabielere kapitalisatie van banken, en

verkleint daarmee het risico dat in een crisis de financiering van banken in het geding komt.

De maatregel heeft naar verwachting een beperkt effect op de huizenmarkt. De maatregel is bedoeld om de weerbaarheid van banken te versterken en niet om de huizenprijsontwikkeling te beïnvloeden. Niettemin zal de maatregel beperkte macro-economische effecten hebben. Naar verwachting leidt de maatregel tot licht hogere financieringskosten van banken, die dit deels kunnen doorberekenen in de hypotheekrentes. Een doorrekening met behulp van DNB's macro-economische model Delfi laat zien dat de hypotheekrente naar verwachting maximaal met circa 2 basispunten stijgt als gevolg van de maatregel. Huizenkopers zullen derhalve naar verwachting maar zeer beperkt worden geraakt door deze maatregel. De kredietgroei en de huizenprijzen komen na enkele jaren maximaal circa 2% lager uit dan in het basispad.

Na een publieke consultatie van de maatregel en consultatie van Europese instellingen, zal de maatregel van DNB in het najaar van 2020 in werking treden. DNB neemt deze maatregel op basis van Artikel 458 uit de *Capital Requirements*

² In het Bazel 3.5 akkoord is de introductie van een outputvloer voorzien. Deze outputvloer stelt een ondergrens aan de totale risicogewogen activa van banken die interne modellen gebruiken, op basis van de uitkomsten van de standaardbenadering. De risicogewogen activa moeten minimaal 72,5% van de risicogewogen activa conform de standaardbenadering bedragen. Deze vloer heeft impact op de Nederlandse banken omdat onder andere bij hypothecaire leningen de risicogewichten volgens de interne modellen doorgaans lager liggen dan die volgens de standaardbenadering.



Regulation (CRR). Dit artikel stelt lidstaten in staat risicogewichten van niet-zakelijk en/of zakelijk onroerend goed te verhogen indien er sprake is van een verandering in de intensiteit van een macroprudentieel of systeemrisico met mogelijk ernstige gevolgen voor het financiële stelsel en de reële economie. De ECB, de EBA, het ESRB en de Europese Commissie spelen een belangrijke rol in de Artikel 458 procedure. De maatregel zal in werking treden na consultatie van deze instellingen.





Cijfers

Prijs/inkomen ratio's in de grote steden inmiddels ruim hoger dan tijdens de vorige piek in de huizenmarkt

[Bekijk figuur 5 →](#)

Het aandeel huizenkopers dat (bijna) maximaal leent ten opzichte van hun inkomen is de afgelopen jaren gestaag toegenomen, en *loan-to-value* niveaus dalen maar langzaam

[Bekijk figuur 7 →](#)

Huizenprijzen stijgen nog steeds, maar minder hard dan een jaar geleden

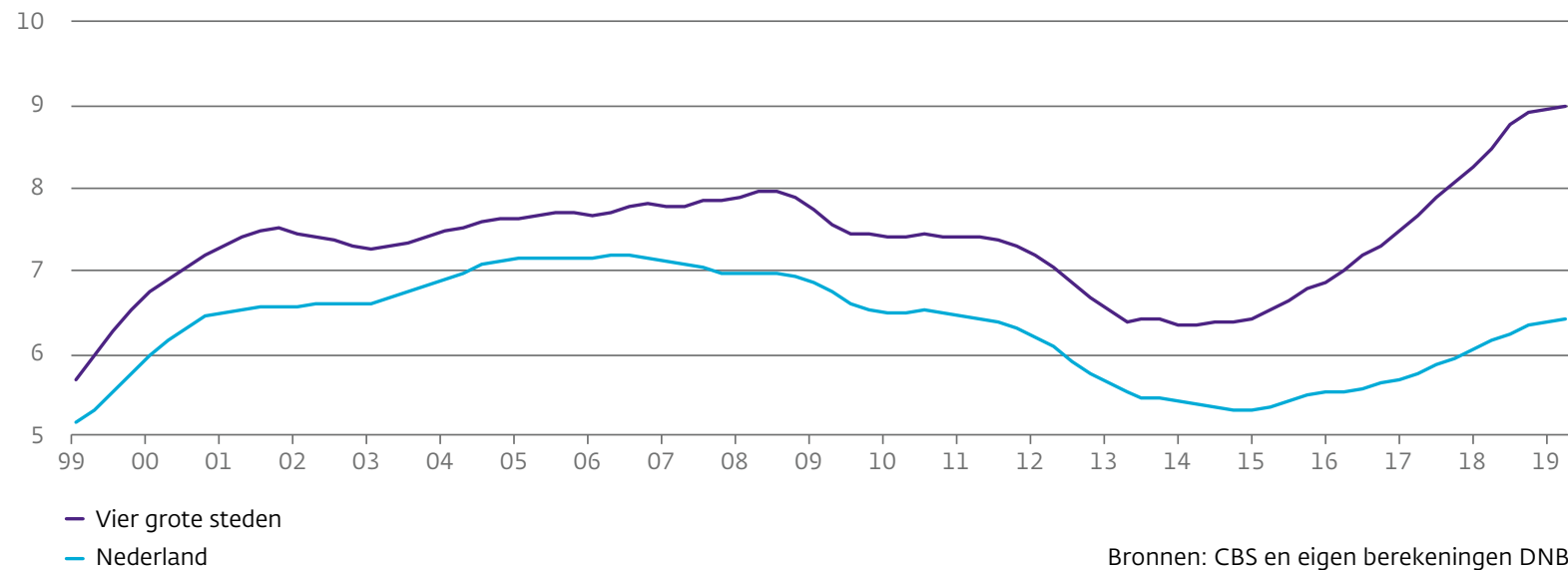
[Bekijk figuur 6 →](#)

Risicogewichten op Nederlandse hypothecaire leningen behoren momenteel tot de laagste van de EU

[Bekijk figuur 8 →](#)

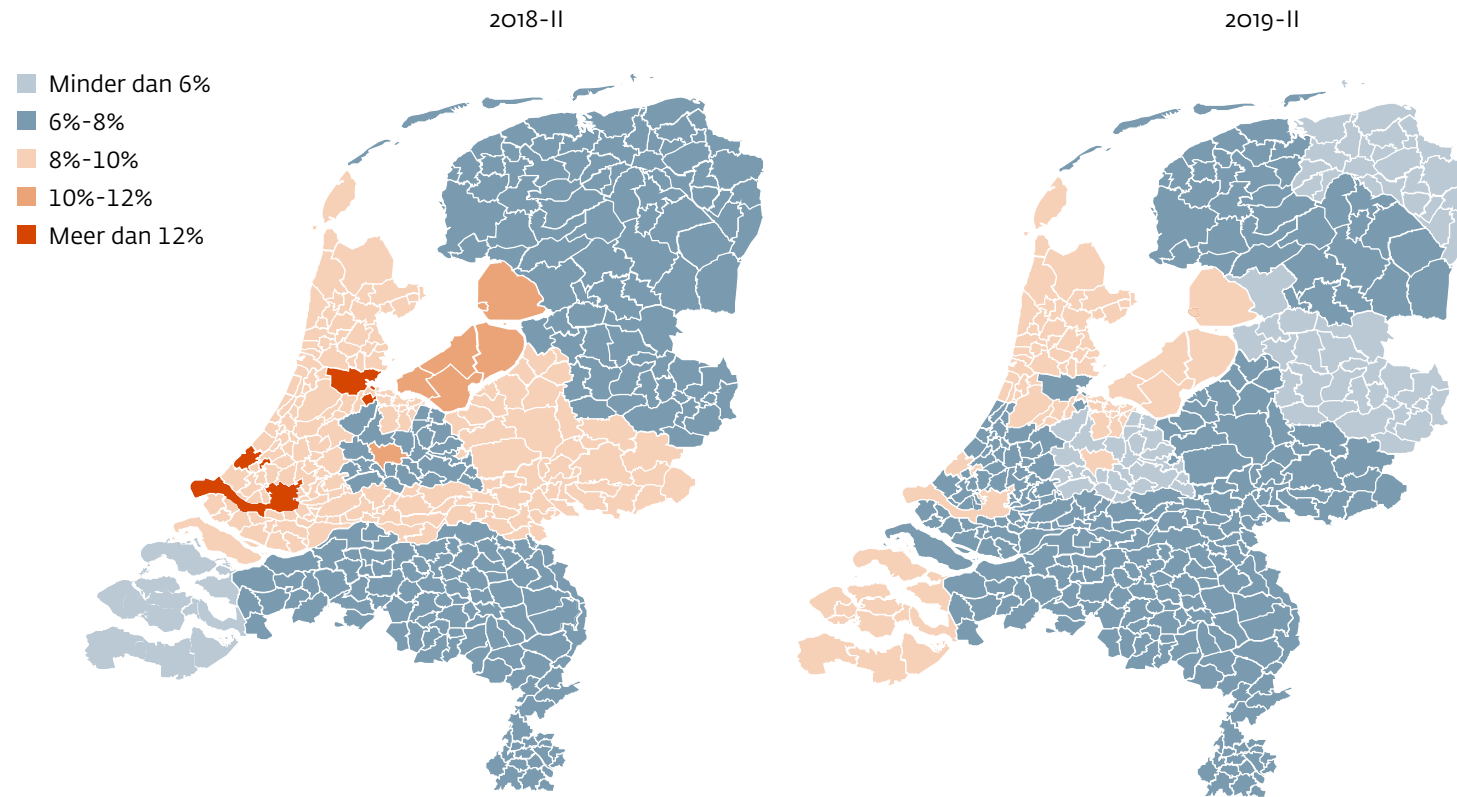


Figuur 5 Prijs/inkomen ratio's in de grote steden inmiddels ruim hoger dan tijdens de vorige piek in de huizenmarkt



Figuur 6 Huizenprijzen stijgen nog steeds, maar minder hard dan een jaar geleden

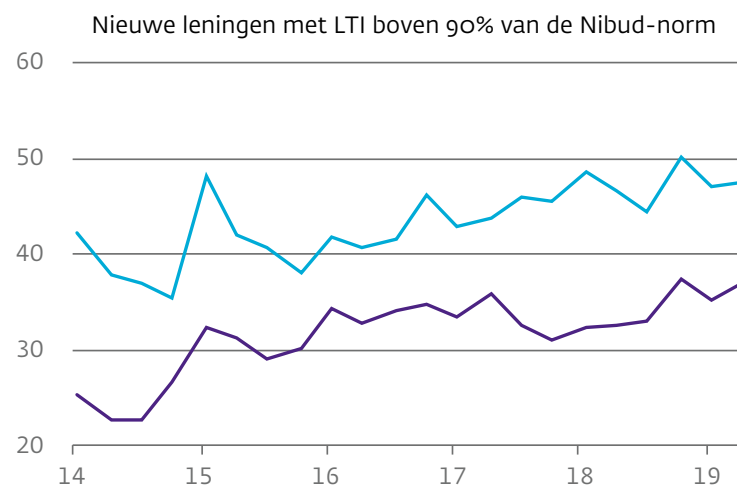
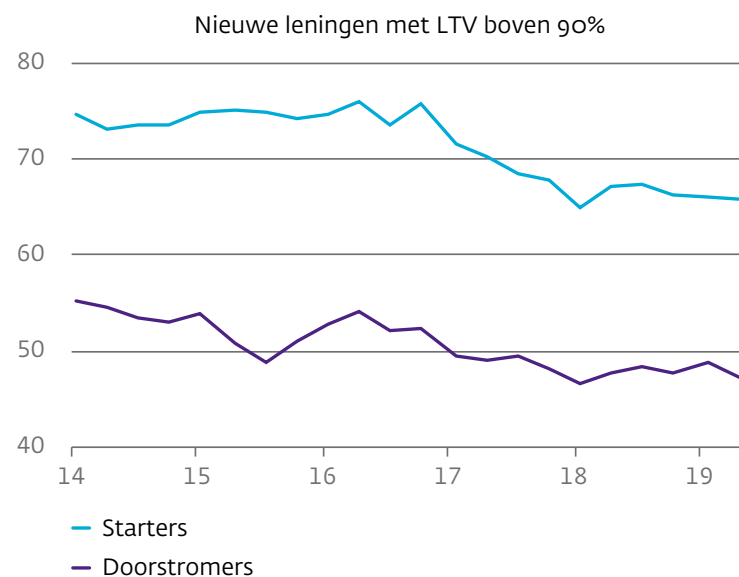
Procentuele mutatie jaar-op-jaar



Bron: CBS en eigen berekeningen.

Figuur 7 Het aandeel huizenkopers dat (bijna) maximaal leent ten opzichte van hun inkomen is de afgelopen jaren gestaag toegenomen, en *loan-to-value* niveaus dalen maar langzaam

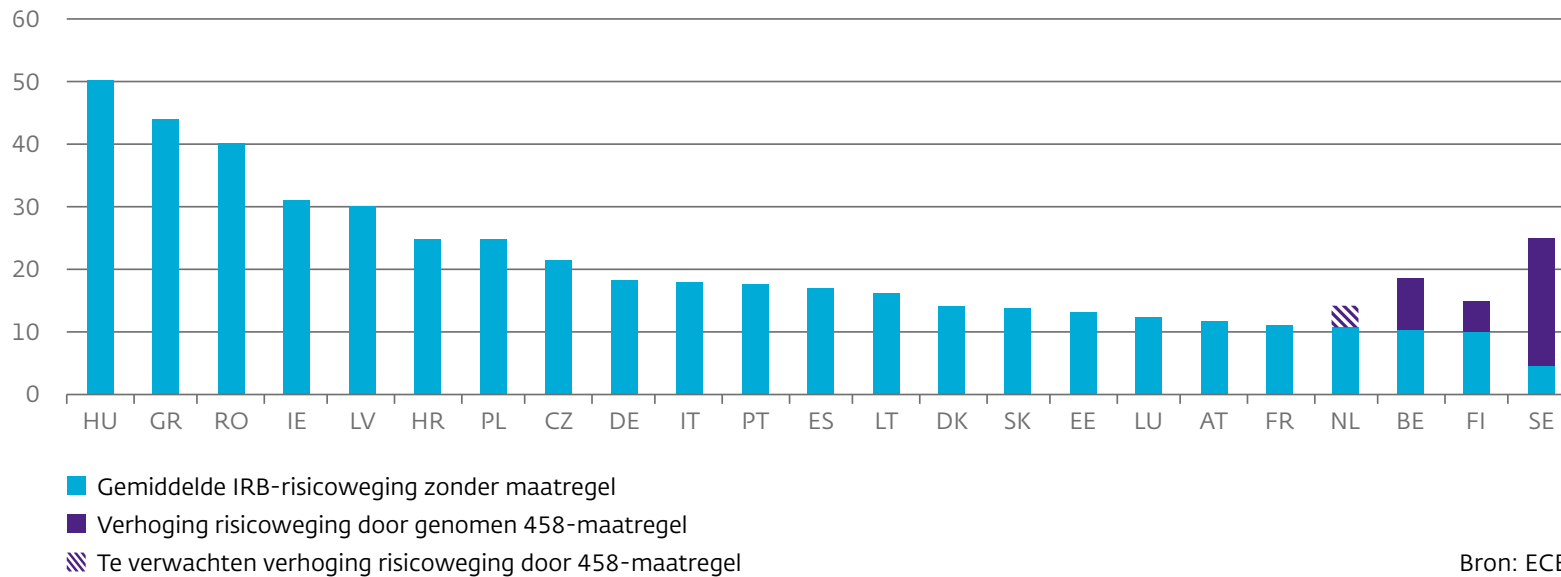
Procenten van alle nieuwe hypotheekleningen



Bron: DNB Loan Level Data.

Figuur 8 Risicogewichten op Nederlandse hypothecaire leningen behoren momenteel tot de laagste van de EU

Procenten; 2019-I



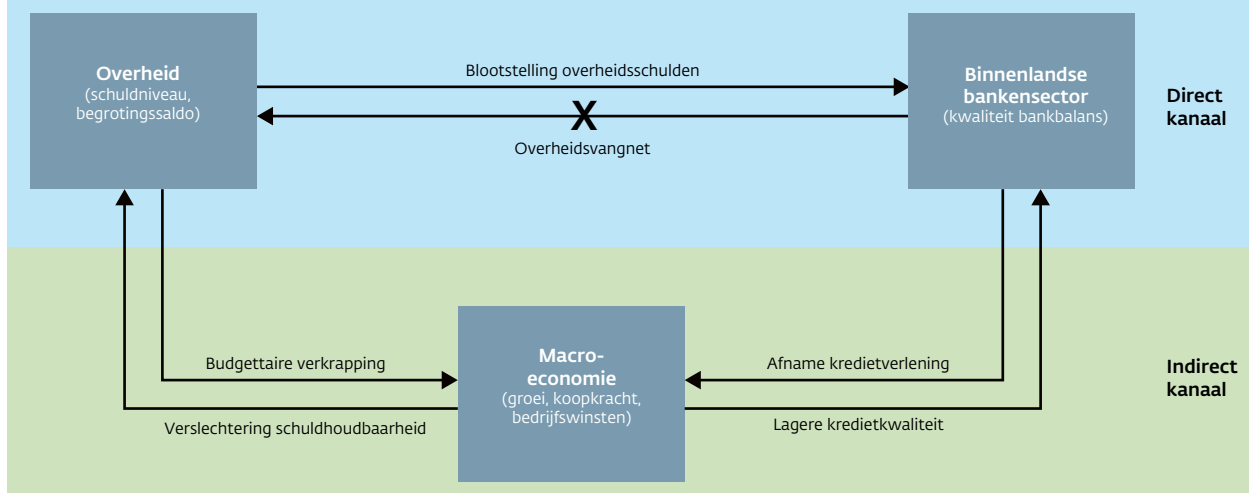
Bron: ECB.

Toelichting: De figuur toont de gemiddelde risicoweging die banken hanteren voor het deel van de binnenlandse hypothecaire leningenportefeuille waarvan de risicogewichten met interne modellen worden berekend. Zweden, België en Finland hebben al eerder besloten op basis van Artikel 458 uit de *Capital Requirements Regulation* (CRR) een ondergrens in te stellen voor de risicogewichten op binnenlandse hypothecaire leningen, waardoor de gemiddelde risicogewichten die banken dienen te hanteren hoger zijn dan de uitkomst van de interne modellen (zie donkerblauwe deel). In Nederland zal het gemiddelde risicogewicht na invoering van de ondergrens ook hoger komen te liggen (zie gearceerde deel).

Wisselwerking overheid en banken

In sommige Europese landen zijn overheden en binnenlandse banken nog altijd sterk met elkaar verweven. Hierdoor blijft het risico van een heropleving van de Europese schuldencrisis bestaan. Een verdere voltooiing van de bankenunie en een nieuwe impuls aan de kapitaalmarkt dragen bij aan meer private risicodeling en diversificatie. Deze versterking van de gemeenschappelijke financiële markt vermindert de negatieve wisselwerking zoals die zich tijdens de Europese schuldencrisis in verschillende landen heeft voorgedaan. Houdbare overheidsfinanciën en een gezonde bankensector zorgen ook voor minder besmetting tussen overheden en banken, waardoor schokken minder sterk doorwerken.

Directe en indirecte besmettingskanalen tussen overheden en banken.



Toelichting: Gebaseerd op N. Veron (2017), "Sovereign concentration charges: a new regime for banks' sovereign exposures".

De verwevenheid tussen overheden en banken was een bepalende factor tijdens de Europese schuldencrisis. Deze verwevenheid wordt ook wel aangeduid als *sovereign-bank nexus* en houdt in dat overheden en banken in een land elkaar wederzijds in problemen kunnen brengen. Deze interactie verloopt via verschillende directe en indirecte kanalen (IMF, 2018).

De negatieve wisselwerking kan in de eerste plaats ontstaan door directe wederzijdse blootstelling. Wanneer zich problemen in de bankensector voordoen en autoriteiten onvoldoende mogelijkheden hebben om grote, niet-levensvatbare banken gecontroleerd en zorgvuldig af te wikkelen, kunnen zij zich genoodzaakt zien om deze banken met publiek geld te redden. Overheden kunnen vervolgens zelf in financiële problemen komen door de kosten van deze interventies. Omgekeerd kunnen twijfels over de houdbaarheid van de overheidsschuld rechtstreeks doorwerken naar de binnenlandse bankensector, wanneer banken veel schuld van de eigen overheid aanhouden die in waarde vermindert wanneer risicopremies oplopen.

Belangrijke besmettingseffecten kunnen ook ontstaan door indirecte kanalen. Landen met een onhoudbare schuldpositie zullen uiteindelijk



hun overheidsfinanciën op orde moeten brengen. Budgettaire consolidatie leidt op korte termijn tot lagere economische groei. Dit kan bijdragen aan een verslechtering van de kwaliteit van uitstaande kredieten van banken aan bedrijven en huishoudens. Tegelijkertijd geldt dat kwetsbare banken het noodzakelijke balansherstel onder andere tot stand zullen willen brengen door een beperking van de kredietverlening, wat weer een versterkend effect heeft op de economische neergang. Deze interactie tussen de reële economie en de financiële sector zorgt voor een zichzelf versterkende negatieve *feedback* cirkel.

Ondanks gemeenschappelijk Europees banktoezicht is de Europese bankenunie nog niet voltooid. In 2012 zijn afspraken gemaakt om de verwevenheid tussen overheden en banken te doorbreken. De Europese bankenunie bestaat uit drie pijlers die in samenhang moeten worden gezien. De meeste voortgang is geboekt met de eerste pijler, het gemeenschappelijk Europees banktoezicht. Streng toezicht en een meer uniforme aanpak dragen bij aan een meer solide bankensector in Europa.

Ten aanzien van de tweede pijler, de totstandkoming van een Europees resolutieregime voor falende banken, is verdere voortgang mogelijk. Belangrijke stappen zijn ook gezet in de totstandkoming van het

Europees resolutieregime voor het geval dat banken toch in problemen komen. Banken bouwen momenteel extra buffers op die in resolutie kunnen worden gebruikt om verliezen op te vangen en nieuw kapitaal te genereren (*bail-in*). Inmiddels is voor alle grote banken in de bankenunie ook een resolutieplan ontwikkeld. Hierin staat concreet beschreven welke maatregelen worden genomen als een bank in problemen komt. Verdere voortgang in het resolutieraamwerk is mogelijk door implementatie van aanvullende regelgeving (BRRD 2). Daarbij is vooral van belang dat de verplichtingen van een bank voldoende achtergesteld zijn om een *bail-in* effectief en geloofwaardig toe te kunnen passen. Daarnaast dienen afwikkelingsautoriteiten en banken nader invulling te geven aan de operationele vereisten van afwikkelbaarheid. Tot slot stelt versterking van de internationale samenwerking de Europese afwikkelingsautoriteit beter in staat om haar coördinerende rol te vervullen.

Ten aanzien van de derde pijler, het oprichten van een Europees depositogarantiestelsel (EDIS), is nog nauwelijks vooruitgang geboekt. Het depositogarantiestelsel beschermt depositohouders en wordt door banken zelf en op nationaal niveau gefinancierd, waarbij de overheid als achtervang dient. EDIS brengt de financiering van nationale depositogarantiestelsels op Europees niveau samen.

Dit zorgt ervoor dat het falen van een bank in een land minder snel destabiliserend doorwerkt op de binnenlandse bankensector en nationale overheid, omdat het effect op Europees niveau gespreid wordt. Ook kan EDIS kapitaalvlucht voorkomen als de binnenlandse bankensector in de problemen zit en er weinig vertrouwen is dat de overheid nog in staat is om haar bankensector te redden. Tegelijkertijd moet voorkomen worden dat banken dit stelsel kunnen gebruiken om risico's op andere landen af te wentelen door onder EDIS besparingen aan te trekken en daarmee risicovolle uitzettingen aan te gaan of bovenmatig binnenlandse overheidsschulden op te kopen. Dit leidt tot een ongebalanceerde verdeling van risico's in het Europees financieel stelsel. Nederland zet in Europa daarom nadrukkelijk in op verdere stappen ten aanzien van risicovermindering voordat verdere voortgang met EDIS kan worden gemaakt (Ministerie van Financiën, 2019). Om voortgang te bereiken ziet DNB ruimte om varianten van Europese liquiditeitsondersteuning te verkennen die de financiële stabiliteit in de bankenunie kunnen bevorderen, terwijl eventuele verliezen nationaal gedragen worden. In de eerste helft van dit jaar heeft een hoogambtelijke werkgroep gewerkt aan aanbevelingen ten behoeve van de eurogroep voor het uitwerken van een nieuwe routekaart voor de bankenunie, gebaseerd op eerdere afspraken hierover uit 2016.



Risico's financiële stabiliteit

Overheidsobligaties vervullen een belangrijke rol in de financiële sector. Overheidsobligaties zijn een belangrijke bron van liquiditeit voor de dagelijkse activiteiten van banken. Banken gebruiken overheidsschuld bovendien als belegging, als onderpand in financieringsacties en als referentiewaarde voor verschillende marktactiviteiten. Deze bijzondere positie van overheidsschuld komt ook tot uiting in de internationale regelgeving. Banken mogen onder andere een risicoweging van nul procent hanteren op overheidsschulden in hun eigen valuta en kennen geen concentratiebeperkingen.

De huidige voorkeursbehandeling van overheids-schuld leidt tot een onevenwichtige opbouw van risico's. In een aantal landen houden Europese banken een relatief groot deel van hun portefeuille in overheidsobligaties van hun eigen overheid aan. In Italië, Portugal en Spanje bedraagt de blootstelling op binnenlandse overheidsschuld ruim 7-11% van het balanstotaal (Figuur 9), terwijl het gemiddelde in het eurogebied onder de 4% ligt. Vooral in periodes van financiële onrust loopt het aandeel binnenlandse overheidsobligaties op, wanneer buitenlandse beleggers zich terugtrekken en het vooral binnenlandse banken zijn die aan de financieringsbehoefte van de overheid

voldoen. Deze 'home bias' van banken kan op korte termijn een stabiliserende rol vervullen, omdat het risicopremies drukt en acute financieringsproblemen van overheden oplost. Op langere termijn nemen de kwetsbaarheden juist toe. Enerzijds ervaren overheden minder beperkingen om hun begroting op orde te brengen, zolang binnenlandse banken bereid zijn om de overheidsschulden te blijven financieren. Anderzijds hoeven de betreffende banken geen extra kapitaal aan te houden voor hun toenemende exposure en risico's die ze lopen. Dit verslechtert de bankbalans en kan tot een afname van de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens leiden.

Europese landen met hoge overheidsschulden slagen er amper in om hun schuldquotes omlaag te brengen. Na de financiële crisis bereikte de overheidsschuldquote in het eurogebied in het tweede kwartaal van 2014 haar hoogtepunt met 93% van het bbp. Sindsdien is dit voor het eurogebied als geheel gedaald tot 86%, maar zijn de schuld niveaus meer uiteen komen te liggen. Veel landen, waaronder Nederland en Duitsland, hebben in afgelopen jaren hun schuld niveau sterk verminderd. In onder andere Italië, Spanje en Frankrijk zijn de overheidsschulden in euro's echter verder toegenomen en bevindt de overheidsschuldquote zich nog altijd dicht bij de piek (Figuur 10). Dit is zowel het gevolg van onvoldoende budgettaire hervormingen als van

lage economische groei. Een lagere economische groei maakt het immers relatief lastiger om schuld niveaus te reduceren (Figuur 11).

Vooraf in het eurogebied zijn overheden met hoge schulden kwetsbaar. Bij een gemeenschappelijke munt kan zich eerder kapitaalvlucht voordoen naar een ander land met dezelfde valuta. In zo'n situatie kunnen de risicopremies van overheidsschuld plotseling sterk oplopen, waardoor de schuldontwikkeling steeds lastiger onder controle te krijgen is.

Hogere risicopremies werken direct door naar de binnenlandse bankensector. Ten eerste ontstaan directe verliezen of afschrijvingen voor banken op uitstaande overheidsobligaties, omdat ongeveer tweederde van de portefeuille overheidsschuld van banken op marktwaarde is gebaseerd (ECB, 2019). Ten tweede werkt een stijging van de risicopremie door in de financieringskosten van banken. Dit komt doordat het rendement op overheidsobligaties in de markt vaak als *benchmark* dient voor andere vastrentende vermogenstitels. Daarnaast zien markten dat bij een verslechtering van de overheidsschuld de ruimte voor ondersteunende maatregelen vanuit de overheid richting de financiële sector ook kleiner zijn. Mede door de *sovereign-bank nexus* is de risico-opslag voor banken in landen met een kwetsbare overheidsschuld



sterk gecorreleerd met die van de overheid. Tijdens de crisis liep de correlatie sterk op in vrijwel alle landen van het eurogebied. Sindsdien is meer onderscheid in de markt ontstaan. In sommige landen is de correlatie hoog door de samenloop van hoge overheidsschulden en grote uitzettingen van banken op de eigen overheid. In andere landen is de verwevenheid juist afgenomen (Figuur 12).

Met het aantreden van een nieuwe Europese Commissie doen zich kansen voor om de integratie in de Europese financiële markt te versterken. Het grensoverschrijdende karakter van de financiële sector zorgt ervoor dat een Europese aanpak nodig is om de financiële stabiliteit in Nederland en Europa effectief

te waarborgen. Nieuwe initiatieven ten aanzien van de bankenunie en de kapitaalmarktunie, zoals het aanpakken van de huidige voorkeursbehandeling van overheidsschuld, het versterken en harmoniseren van faillissementswetgeving en het versterken van de Europese kapitaalmarkttoezichthouder ESMA, kunnen zorgen voor meer diversificatie en stabiliteit en een betere prikkelwerking om geen overmatige schulden op te bouwen. Een toename van marktfinanciering op Europees niveau en een versterking van de integratie op de gemeenschappelijke financiële markt zorgt voor een betere spreiding van risico's en minder nationale verwevenheden.



Beleidsconclusies

Het doorbreken van de *sovereign-bank nexus* vereist een holistische benadering. Het Bazels Comité heeft in een discussiedocument de verschillende aspecten van overheidsschuld in kaart gebracht en voorstellen gedaan die de basis kunnen vormen voor hervormingen in de huidige prudentiële behandeling (BCBS, 2017). Het doel is om een goede balans te vinden tussen de verschillende functies van overheidsobligaties in de financiële sector en de juiste prikkels in te richten die bijdragen aan gezonde overheidsfinanciën en een solide bankensector.

Een belangrijke stap is het uitfasen van de voorkeursbehandeling van overheidsschuld.

Een gebalanceerde, stapsgewijze risicoweging van overheidsschuld past goed binnen de risicogebaseerde benadering van het internationale kapitaalraamwerk voor banken (DNB, 2017). Het zorgt ervoor dat banken kapitaal moeten aanhouden voor de onderliggende risico's van hun obligatieportefeuille. Het werkt ook disciplinerend richting overheden wanneer banken hun uitzettingen zorgvuldiger monitoren en een hogere rente-opslag eisen van overheden die hun schuld te ver laten oplopen.

Kapitaalopslagen bij hogere risicoconcentraties kunnen bijdragen aan meer diversificatie. Vanwege de centrale rol van overheidsschuld ligt een harde limiet aan overheidsobligaties die een bank kan aanhouden, niet voor de hand. Wel kunnen in een goed geïntegreerde Europese kapitaalmarkt de mogelijkheden tot diversificatie beter worden benut. Binnen de EMU kunnen overheden gebruik maken van een EU-brede beleggersbasis en kunnen banken beleggen in verschillende nationale obligatiemarkten zonder dat sprake is van wisselkoersrisico. Een systeem van beperkte opslagen in de kapitaaleis voor banken bij grote concentraties op overheidsobligaties van één land kan ervoor zorgen dat banken meer spreiding aanbrengen in hun portefeuille. Dit vermindert de nationale verwevenheid tussen overheden en banken.

Een gezonde bankensector is een belangrijke voorwaarde voor het voltooiën van de Europese bankenunie. Verdere Europese integratie met meer risicodeling is alleen wenselijk als banken solide zijn. In de afgelopen jaren is vooruitgang geboekt in het verminderen van de risico's in de bankensector in Europa (Ministerie van Financiën, 2019). Banken houden meer kapitaal aan en hebben het aandeel niet-presterende leningen op hun balans teruggebracht.

Verdere stappen blijven echter noodzakelijk. De belangrijkste uitdagingen in de financiële sector in Europa bevinden zich nu op het versterken van afwikkelbaarheid, vergroten van de winstgevendheid, een gezonde marktomvang met toekomstbestendige instellingen en verdere kostenbesparingen.

Bij een betere risicoweging van overheidsschuld ontstaat ook ruimte voor marktgebaseerde Europese financieringsinitiatieven.

In de discussie over de versterking van de EMU wordt ook vaak gesproken over het creëren van een veilige Europese obligatie (ESRB, 2018). Zo'n 'European safe asset' zou bestaan uit een mandje van overheidsobligaties van eurolanden die via securitisatie tot meer risicospreiding kan leiden. Binnen de huidige regelgeving is een dergelijk instrument onwenselijk en niet levensvatbaar. Zolang de samenstellende overheidsobligaties een nulweging kennen, doen zich vanuit de regelgeving geen diversificatievoordelen voor en kunnen verschillende risico's voor financiële stabiliteit ontstaan. Bovendien zal vooral de achtergestelde junior tranche geen adequate risicoweging kennen om voldoende kapitaal aan te houden voor mogelijke verliezen die zich kunnen voordoen. Een van de noodzakelijke voorwaarden om een Europees instrument solide en levensvatbaar te krijgen is dat de samenstellende



obligaties een adequate risicoweging kennen die niet gelijk is aan 0%. Op dat moment ontstaat een reële prikkel voor particuliere marktpartijen om overheidsobligaties in verschillende tranches op te delen en een gewenste risicosamenstelling tot stand te brengen.

Een versterking van de kapitaalmarktunie kan de schokbestendigheid van het financiële systeem in Europa vergroten. Kapitaalmarkten in het eurogebied zijn nog relatief onderontwikkeld. Vooral de afhankelijkheid van bancaire krediet is in de EU groot in vergelijking met de VS. Het initiatief van de Europese Commissie om een Europese kapitaalmarktunie te ontwikkelen maakt het makkelijker voor verschillende partijen om grensoverschrijdend kapitaal te verstrekken. Hierdoor ontstaat een meer diverse financieringsstructuur in de EU, waarbij schokken efficiënt geabsorbeerd en beter internationaal gespreid worden. De nieuwe Europese Commissie kan nadere stappen zetten om obstakels voor integratie en ontwikkeling van een gemeenschappelijke Europese markt weg te nemen, onder andere door het harmoniseren van nationale regelgeving.

Tot slot zullen overheden meer inspanningen moeten verrichten om de houdbaarheid van hun overheidsschuld te waarborgen. In afgelopen jaren is de begrotingsdiscipline in sommige Europese landen gebrekkig geweest. Een betere handhaving van de begrotingsdiscipline in de Europese Unie draagt bij aan het verminderen van risico's en negatieve wisselwerking met de financiële sector. Het is daarbij ook van belang om de economische groei voldoende te bevorderen door structurele hervormingen en een versterking van de concurrentiepositie.



Cijfers

In sommige landen houden banken relatief veel binnenlandse overheidsobligaties aan, vooral sinds de crisis
[Bekijk figuur 9 →](#)

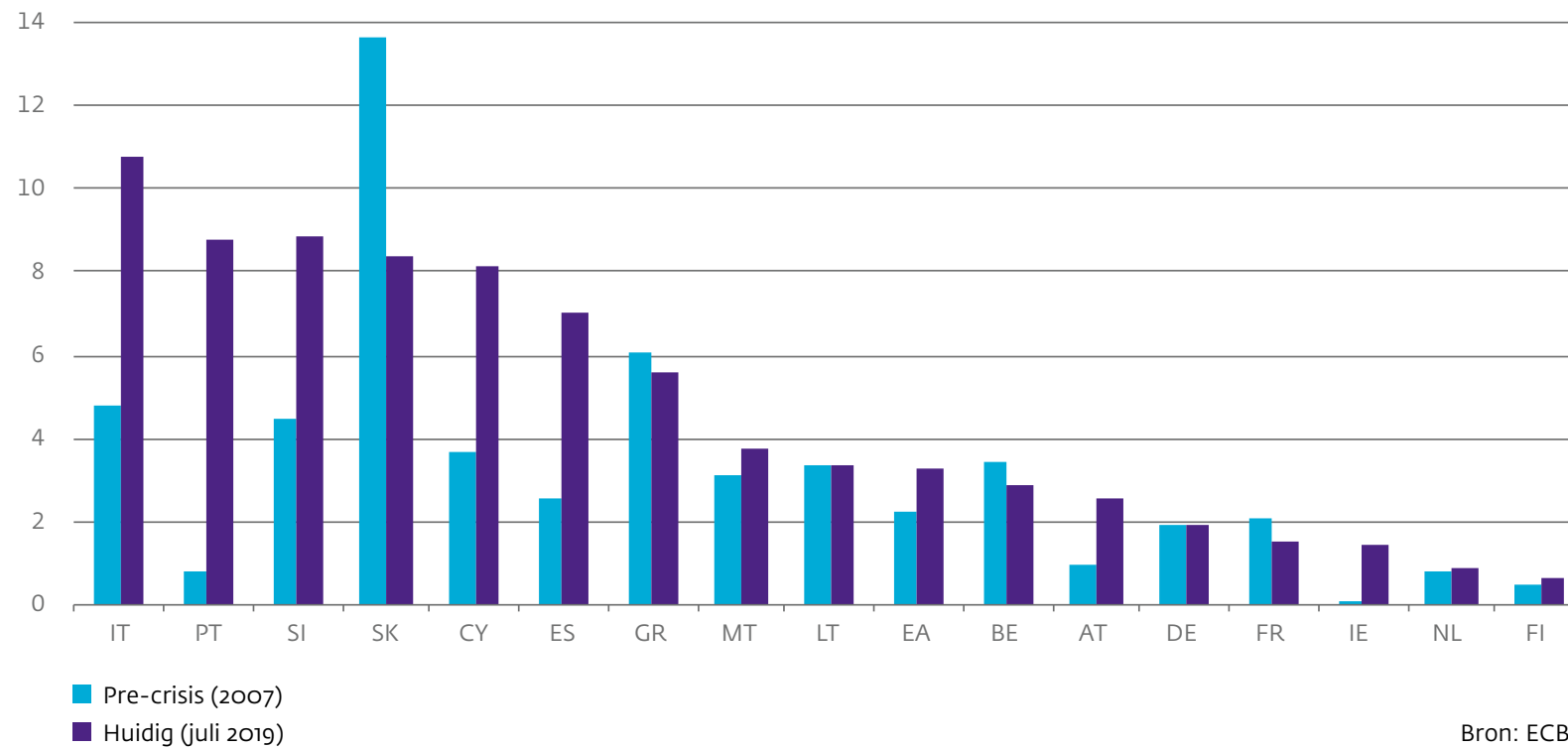
Lagere economische groei maakt schuldreductie lastiger
[Bekijk figuur 11 →](#)

De mate waarin overheden schulden reduceren is het laagst in landen met hoge overheidsschulden
[Bekijk figuur 10 →](#)

De risicopremies van overheid en banken zijn sterker met elkaar verbonden in landen waar banken relatief veel binnenlandse overheidsobligaties aanhouden
[Bekijk figuur 12 →](#)

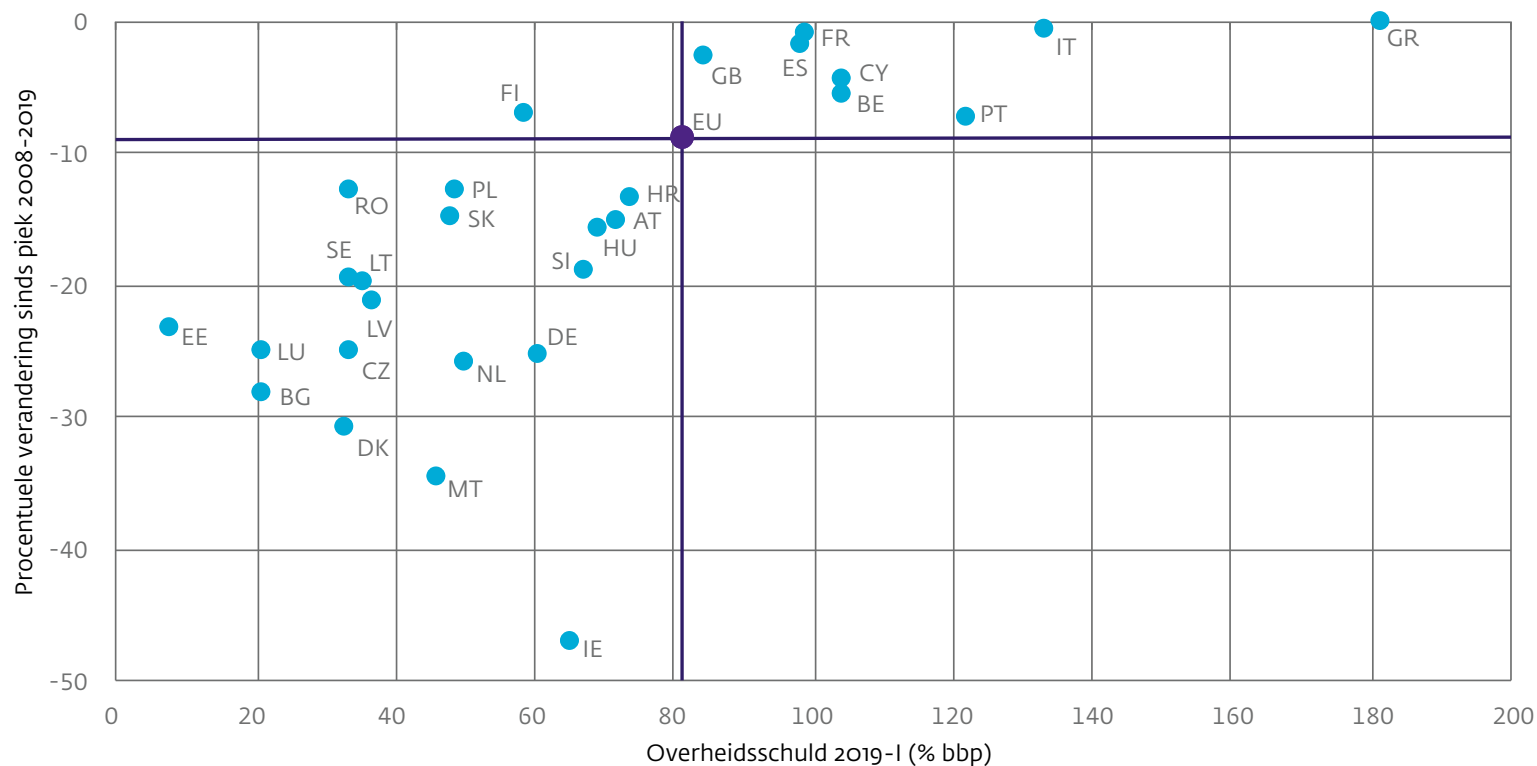
Figuur 9 In sommige landen houden banken relatief veel binnenlandse
overheidsobligaties aan, vooral sinds de crisis

Procenten balanstotaal



Figuur 10 De mate waarin overheden schulden reduceren varieert behoorlijk en is het laagst in landen met hoge overheidsschulden

Procenten; procenten bbp

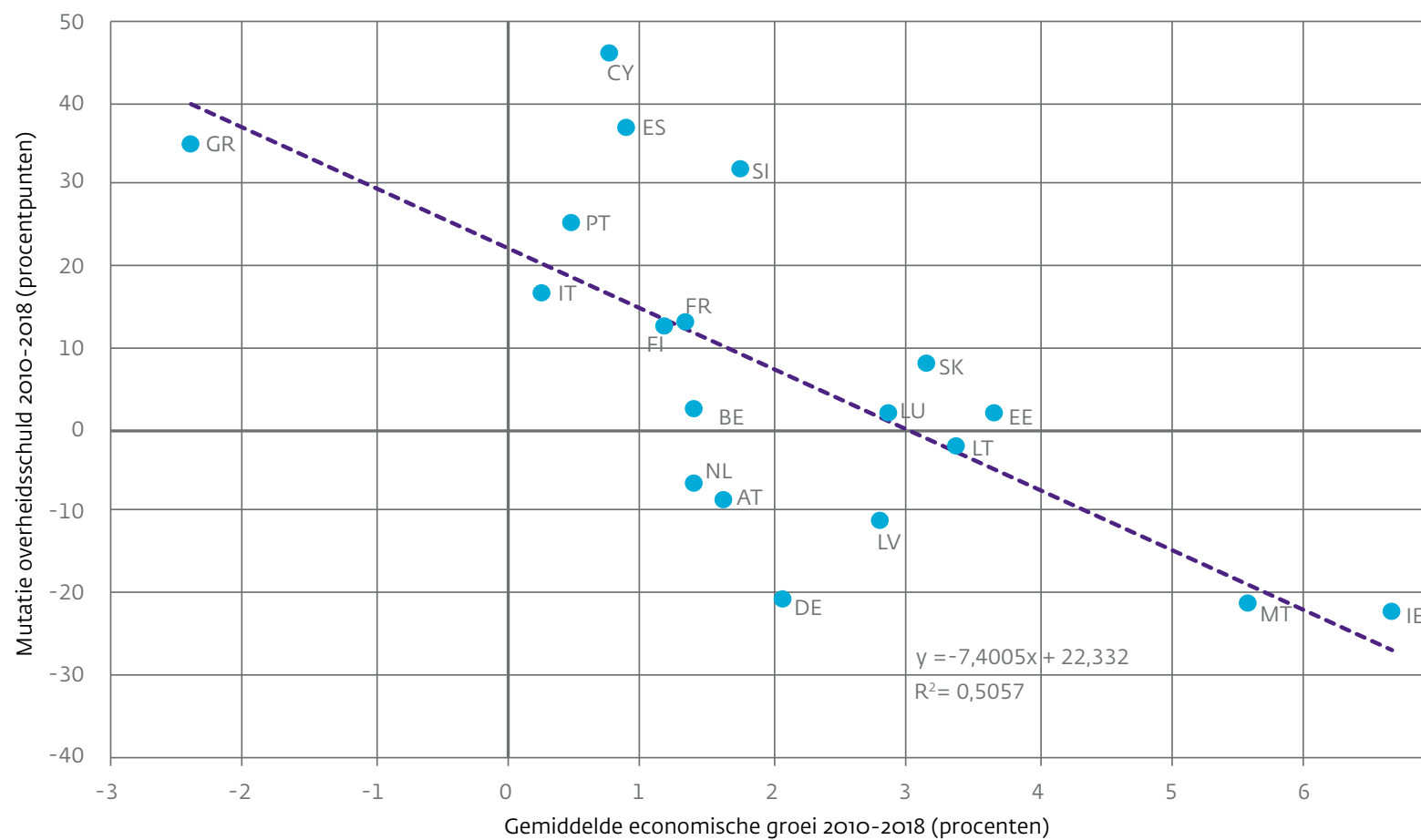


Bronnen: ECB en Eurostat.

Toelichting: De blauwe lijn geeft het gemiddelde binnen Europa weer. Getoond is de procentuele mutatie ten opzichte van het pekniveau in individuele landen in de periode 2008-2019 (y-as).

Figuur 11 Lagere economische groei maakt schuldreductie lastiger

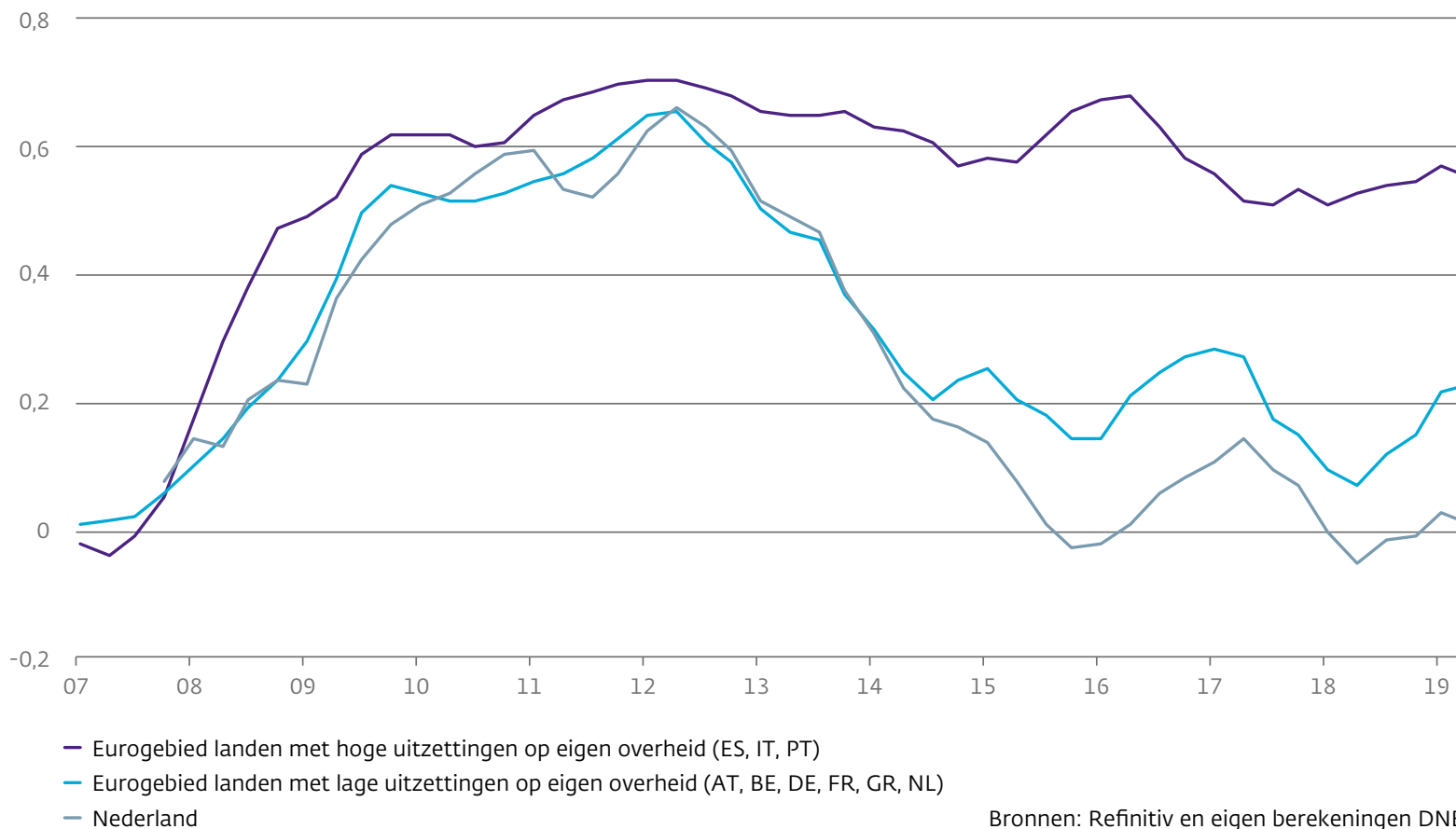
Procenten; procentpunten



Bronnen: IMF en ECB.

Figuur 12 De risicopremies van overheid en banken zijn sterker met elkaar verbonden in landen waar banken relatief veel binnenlandse overheidsobligaties aanhouden

Pearson correlatiecoëfficiënten; 4-kwartaalsgemiddelde



Macroprudentieel beleid in tijden van ruime liquiditeitsverhoudingen

Liquiditeitsverhoudingen zijn al langere tijd ruim, mede door het ruime monetair beleid van centrale banken in de afgelopen jaren. Dit heeft bijgedragen aan economisch herstel en het beperken van deflatierisico's, maar tegelijkertijd nemen de risico's voor financiële stabiliteit verder toe naarmate het expansieve monetaire beleid langer aanhoudt. Zo blijft schuldfinanciering aantrekkelijk en raakt de prijsvorming op financiële markten verstoord. Ook zet de aanhoudend lage rente beleggers aan tot het nemen van extra risico, wat het gevaar van zeepbelvorming in activaprijzen verder in de hand werkt. Macroprudentieel beleid kan wel de weerbaarheid van banken en huishoudens vergroten, maar kan slechts beperkt tegenwicht bieden aan de opbouw van deze kwetsbaarheden. Mede hierom is het van belang dat monetaire beleidsmakers aandacht hebben voor de neveneffecten van langdurig ruim monetair beleid.

In de afgelopen drie decennia zijn rentevoeten trendmatig gedaald, zowel in nominale als in reële termen. Door afgenomen inflatie en structurele factoren in de wereldeconomie, zoals een lagere potentiële groei, mondiaal toegenomen spaarzin en afgenomen investeringsbereidheid, zijn rentes in de afgelopen decennia fors gedaald. Daarnaast speelt het accommoderende monetaire beleid van de afgelopen jaren een rol, doordat het monetaire beleid in feite om deze door structurele factoren bepaalde rente heen beweegt (DNB, 2019). Centrale banken hebben de afgelopen jaren de beleidsrentes fors verlaagd en diverse onconventionele maatregelen,

waaronder het opkopen van obligaties, genomen. Het ruime monetaire beleid heeft bijgedragen aan het economisch herstel en het beperken van deflatierisico's (Blinder et al, 2017). Voorlopig zal het ruime monetaire beleid in zowel de Verenigde Staten als in het eurogebied worden voortgezet (zie Actuele ontwikkelingen).

De financiële condities zijn al meerdere jaren ruim. Om financiële condities te meten, kan worden gekeken naar ontwikkelingen in rentes, beurskoersen, leenvoorwaarden en risicopremies. Een dergelijke gecombineerde maatstaf voor financiële condities in

Nederland wijst uit, dat deze condities de laatste jaren overwegend ruim waren (Box 1). Wanneer financiële condities ruim zijn, is het voor huishoudens, bedrijven en overheden relatief gemakkelijk om geld aan te trekken om hun bestedingen te financieren.

Box 1 Financiële condities in Nederland

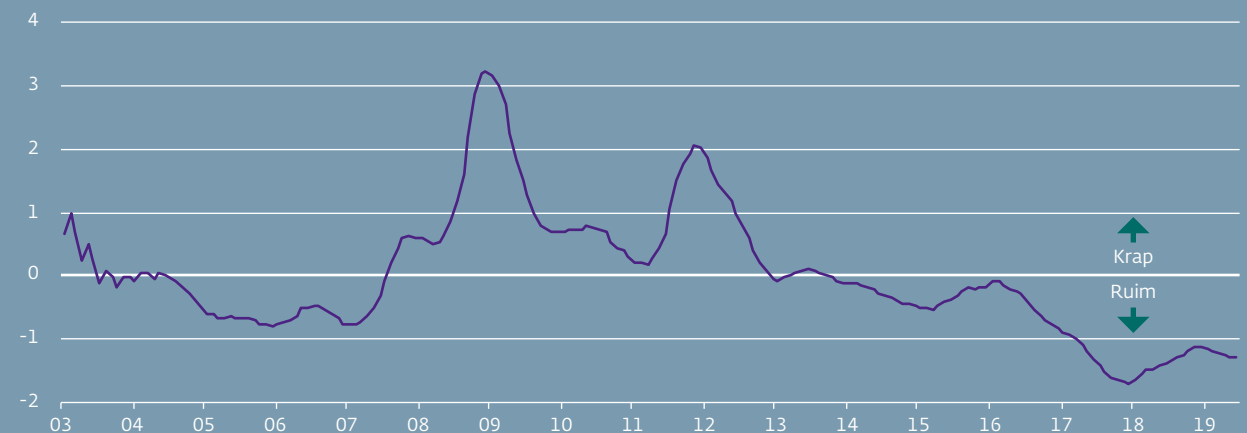
DNB heeft recent een indicator ontwikkeld om financiële condities te meten. Deze indicator combineert informatie uit een heel scala aan financiële reeksen om een inschatting te maken van de stand van de financiële condities en daarmee het gemak waarmee huishoudens, bedrijven en overheid zich kunnen financieren. De gebruikte individuele reeksen hebben onder meer betrekking op marktvolatiliteit, maar ook op de voor Nederlandse bedrijven, huishoudens en overheid relevante rentestanden, kredietverlening, leenvoorwaarden en risicopremies. Om deze individuele reeksen te combineren tot één indicator, wordt gebruikt gemaakt van een zogeheten dynamisch factormodel, dat aan iedere individuele reeks een optimaal gewicht toekent. Wanneer de indicator zich onder nul bevindt, zoals momenteel het geval is, duidt dit op relatief ruime financiële condities. Daarbij duidt een opwaartse beweging op verkrapping en een neergaande beweging op verruiming van de financiële condities.

Figuur 13 laat zien dat financiële condities al sinds medio 2013 relatief ruim zijn. Dit kan vooral worden verklaard door lage risicopremies en de beperkte volatiliteit op financiële markten. Uit Figuur 13 blijkt ook dat in tijden van crises de financiële

condities plots kunnen verkrappen. Zo toont de indicator duidelijke pieken rond 2008/09 en 2011/12. In 2018 was sprake van een verkrapping, doordat risicopremies en de volatiliteit op financiële markten toenamen.

Figuur 13 Financiële condities in Nederland zijn ruim

Aantal standaarddeviaties afwijking van gemiddelde



Bron: DNB.

Risico's financiële stabiliteit

Ruime financiële condities kunnen op termijn leiden tot kwetsbaarheden in het financiële systeem. Op korte en middellange termijn dragen ruime financiële condities bij aan het stimuleren van de economie. Ook zijn steeds lagere rentes gunstig voor huishoudens, bedrijven en overheden met schulden, doordat hun rentelasten afnemen wanneer zij hun schulden herfinancieren. Wanneer financiële condities echter langere tijd ruim blijven, werkt dit de opbouw van kwetsbaarheden in de hand. Deze kwetsbaarheden kunnen negatieve economische schokken versterken, waardoor op termijn de financiële stabiliteit in het geding kan komen. Ruime financiële condities kunnen op drie manieren leiden tot de opbouw van financiële kwetsbaarheden (Adrian en Liang, 2018).

Ten eerste verminderen ruime financiële condities de prikkel om schulden af te bouwen. De lage rente drukt de financieringslasten, wat het aangaan van nieuwe leningen aantrekkelijk maakt en het reduceren van bestaande schulden juist ontmoedigt. Daarnaast zorgen stijgende vermogensprijzen voor een toename in de waarde van onderpand, wat de leencapaciteit vergroot. Mede als gevolg hiervan is het schuldniveau van de niet-financiële sector wereldwijd aanmerkelijk hoger dan voor de crisis,

terwijl de crisis deels zijn oorsprong vond in excessieve kredietgroei. Zo bedroegen volgens cijfers van de BIS de gezamenlijke schulden van overheden, bedrijven en huishoudens wereldwijd eind 2018 234% van het bbp, terwijl dit percentage eind 2007 nog rond de 210% lag. Ook in het eurogebied en Nederland ligt de schuld van de niet-financiële sector hoger dan vlak voor de crisis (Figuur 14). De schuld van Nederlandse overheden, bedrijven en huishoudens bedroeg in het eerste kwartaal van 2019 in totaal ruim 290% van het bbp. Hoewel de schulden van Nederlandse bedrijven en huishoudens de laatste jaren zijn gedaald, zijn deze met respectievelijk 138% en 101% van het bbp internationaal gezien erg hoog. De overheidsschuld in Nederland is met 51% van het bbp daarentegen relatief laag (het eurogebied gemiddelde bedraagt 85% van het bbp).

Ten tweede kan een lage rente financiële instellingen aanzetten tot het nemen van extra risico om hun gewenste rendement te behalen.

Hoewel de rendementen van banken vooralsnog op peil blijven, kan een lage lange rente op termijn het vermogen van banken aantasten om inkomsten te behalen uit kredietverlening (DNB, 2017). Voor verzekeraars en pensioenfondsen pakt een daling van de rente negatief uit, doordat hun langlopende verplichtingen sterker toenemen dan hun vastrentende beleggingen. Bij een lage rente is het bovendien

moeilijker om voldoende beleggingsresultaat te halen om aan de verplichtingen te voldoen. Hierdoor ontstaat een prikkel tot risicozoekend gedrag. Bij levensverzekeraars geldt dit des te meer, omdat zij in het verleden vaak rendementsgaranties hebben afgegeven aan polishouders. Deze prikkels kunnen instellingen ertoe aanzetten hun aandacht te verschuiven naar projecten met een hoger rendement en risico (Jiménez et al., 2014). In de Nederlandse context zijn er aanwijzingen dat banken en institutionele beleggers inderdaad *search for yield* gedrag vertonen (zie Box 2). Op een mondiaal niveau illustreert bijvoorbeeld de sterk gegroeide omvang van de markt voor hefboomleningen, in combinatie met fors versoepelde leenvoorwaarden, de toegenomen bereidheid van beleggers om grotere risico's te nemen.

Ruime financiële condities verstoren de prijsvorming op financiële markten, waardoor de kans op zeepbellen in activaprijzen toeneemt. Door de lage rentes wordt de prijsvorming op financiële markten verstoord. Dit kan in de reële economie tot misallocatie van kapitaal leiden. Ook op financiële markten kunnen de lage rentes en de verschuiving van beleggingen naar meer risicovolle activa voor een sterke opwaartse druk op prijzen van diverse activa leiden, zoals aandelen en obligaties, maar ook vastgoed. Hierdoor kunnen de prijzen uit de pas lopen met de fundamentele waarde

Box 2 *Search for yield* onder Nederlandse financiële instellingen

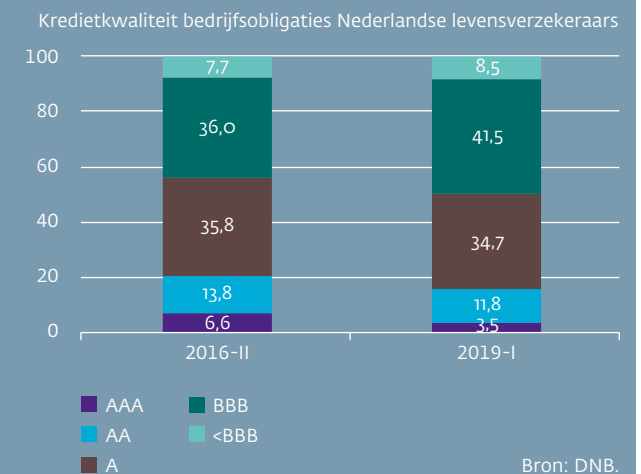
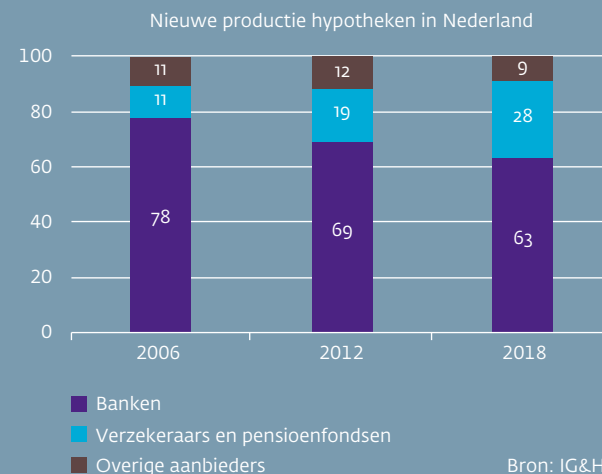
Een blijvend lage rente kan financiële instellingen aanzetten tot het nemen van extra risico om hun gewenste rendement te behalen. Wanneer beleggers hun portefeuilles aanpassen naar risicovollere en minder liquide beleggingen, vergroot dit hun gevoeligheid voor marktcorrecties. Daarnaast kan deze zogeheten *search for yield* bijdragen aan overwaardering in sommige markten en daarmee de financiële cyclus versterken.

In Nederland zijn onder institutionele beleggers vormen van *search for yield* waarneembaar. Het meest duidelijke voorbeeld is de toegenomen rol van verzekeraars en pensioenfondsen bij de verstrekking van nieuwe hypothecaire leningen (Figuur 15, links). Naast de grotere allocatie naar hypothecaire leningen, is ook een voorzichtige trend waarneembaar naar meer alternatieve en illiquide beleggingen en is de kredietkwaliteit van de bedrijfsobligatieportefeuille van levensverzekeraars afgenomen (Figuur 15, rechts).

Dit past in een mondiale trend, waarbij niet-bancaire beleggers meer en meer bewegen naar de risicovollere marktsegmenten. Hier staat tegenover dat risicogebaseerde solvabiliteitsvereisten³ een rem op risicozoekend gedrag van institutionele beleggers vormen, omdat een risicovoller beleggingsbeleid leidt tot een hogere solvabiliteits eis.

Ook banken hebben in de lage rente omgeving prikkels tot *search for yield* gedrag. Zo zijn er aanwijzingen dat banken hun leenstandaarden versoepelen. Nederlandse banken geven aan dat zij in de afgelopen jaren hun kredietvoorwaarden en acceptatiecriteria voor hypothecaire leningen en bedrijfskredieten hebben verruimd (ECB, 2019).

Figuur 15 Aanwijzingen voor *search for yield*
In procenten



3 Zoals de Solvency Capital Requirement (SCR) in Solvency II voor verzekeraars en het Vereist Eigen Vermogen (VEV) in het Financieel Toetsingskader voor pensioenfondsen.



die activa op grond van de stand van de economie zouden moeten hebben. Een dergelijke zeepbel kan ontstaan wanneer bij beleggers het idee gaat leven dat de recente koersstijging in de nabije toekomst onverminderd door zal blijven gaan ([Brunnermeier, 2008](#)). Illustratief is dat sinds 2009 aandelenbeurzen wereldwijd een opwaartse trend laten zien, waarbij de volatiliteit beperkt is gebleven. In de VS liggen de koers-winstverhoudingen inmiddels hierdoor ver boven het langjarig gemiddelde ([Figuur 16](#)).

Financiële kwetsbaarheden kunnen op termijn leiden tot financiële instabiliteit. Een sterke opbouw van schuld is een belangrijke voorspeller van het ontstaan van financiële crises ([Schularick en Taylor, 2012](#)). Wanneer een fase van sterke schuldopbouw inderdaad wordt gevolgd door een recessie, is het verlies aan bbp groter en duurt de recessie langer ([Jordà et al., 2013](#)). Problemen voor de financiële stabiliteit kunnen ook ontstaan wanneer een zeepbel in activaprijzen knapt, vooral wanneer de zeepbel gedreven werd door kredietgroei en er sprake is van een hoge *leverage* ([Adrian en Liang, 2018](#)). Hierbij geldt weer dat een recessie heviger is en langer duurt wanneer de zeepbel samenhang met sterke kredietgroei ([Jordà et al., 2015](#)).



Macroprudentieel beleid en de huidige kwetsbaarheden

In reactie op de financiële crisis hebben centrale banken en toezichthouders de beschikking gekregen over nieuwe, macroprudentiële instrumenten. Deze instrumenten zijn speciaal bedoeld om systeemrisico's tegen te gaan en op die manier de financiële stabiliteit te bevorderen. Tabel 1 geeft een beschrijving van de werking en inzet van het huidige macroprudentiële instrumentarium in Nederland. Voor banken zijn in de eerste plaats diverse kapitaalbuffers beschikbaar. Momenteel moeten vijf Nederlandse systeembanken een extra macroprudentiële buffer aanhouden: voor ING Bank, Rabobank en ABN AMRO ligt deze systeembuffer op 3%, voor Volksbank en BNG Bank op 1%. Deze systeembuffer wordt bepaald als het maximum van de G-SII buffer, de O-SII buffer en de systeemrisico-buffer. Daarnaast is er het zogeheten flexibiliteitspakket, dat bestaat uit diverse mogelijke

maatregelen die nationale autoriteiten kunnen inzetten om systeemrisico's op nationaal niveau te adresseren. Hierin past de voorgenomen invoering door DNB van een ondergrens die banken moeten hanteren voor de risicoweging van hypothecaire leningen (zie Huizenmarkt). Met betrekking tot huishoudens zijn er twee relevante leennormen. Zo mag in Nederland een hypothecaire lening maximaal 100% van de waarde van de woning bedragen (de LTV-limiet). Ook gelden normen voor de maximaal toegestane verhouding tussen de lening en het inkomen (de LTI-limiet).

Tabel 1 Macroprudentiële instrumenten: doelstelling en inzet

Sector	Type	Instrument	Doelstelling	Bevoegde autoriteit	Actuele status in Nederland
Banken	Kapitaal-buffers	Contracyclische kapitaalbuffer	Weerbaarheid vergroten in reactie op excessieve kredietgroei	DNB	0%
		G-SII buffer	Weerbaarheid van systeem-banken vergroten	DNB	ING: 1%
		O-SII buffer		DNB	ING/Rabo/ABN: 2% VoB/BNG: 1%
		Systeemrisico-buffer	Adresseren lange termijn, niet-cyclische systeemrisico's	DNB	ING/Rabo/ABN: 3%
Huishoudens	Leennormen	O.a. hogere risicogewichten	Weerbaarheid vergroten	DNB	Voornemens om te activeren in najaar 2020 (zie Huizenmarkt).
		LTV-limiet	Kredietgroei remmen, weerbaarheid huishoudens vergroten	Overheid	Maximaal 100%
		LTI-limiet		Overheid	Normen afhankelijk van inkomen en rente

DNB zet net als macroprudentiële autoriteiten in veel andere landen de beschikbare macroprudentiële instrumenten in om de weerbaarheid te vergroten. Tabel 1 maakt duidelijk dat de instrumenten die DNB hiertoe kan inzetten vooral tot doel hebben om de weerbaarheid van banken te vergroten. Dit geldt voor de systeembuffers, die DNB structureel inzet om systeembanken weerbaarder te maken, maar ook voor instrumenten met een tijdelijk karakter, zoals de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) en het flexibiliteitspakket. Deze instrumenten kunnen worden ingezet in de fase waarin risico's voor de financiële stabiliteit zich opbouwen, maar hebben daarbij primair tot doel de weerbaarheid van banken te vergroten. Zo kan de CCyB worden ingezet wanneer sprake is van excessieve kredietverlening. Het doel van de CCyB is



echter niet om de kredietgroei te beperken (zie ook Actuele ontwikkelingen), maar om te zorgen dat banken ten tijde van economische tegenwind voldoende buffers hebben en zich dan niet gedwongen zien hun kredietverlening sterk terug te schroeven. Hetzelfde geldt voor maatregelen uit het flexibiliteitspakket, zoals de ondergrens voor risicogewichten voor hypothecaire leningen (zie Huizenmarkt).

Het macroprudentieel instrumentarium is niet toereikend om de huidige opbouw van financiële kwetsbaarheden volledig tegen te gaan. Het beleid gericht op systeemrisico's kan op verschillende punten aangrijpen. Het huidige instrumentarium is vooral geschikt om de schokbestendigheid van het stelsel (de tweede verdedigingslinie) te vergroten en niet om dreigingen weg te nemen (de eerste linie). Zo zijn er geen macroprudentiële instrumenten voorhanden waarmee risico-zoekend gedrag of de voortdurende stijging van activaprijzen op financiële markten kan worden tegengegaan. Excessieve kredietverlening aan huishoudens kan wel met macroprudentieel beleid worden tegengegaan, omdat strengere leennormen de hoeveelheid nieuw krediet kunnen beperken. De leennormen worden echter in Nederland door de overheid bepaald (Tabel 1), die zich hierbij niet alleen laat leiden door risico's voor de financiële stabiliteit, maar ook door overwegingen ten aanzien van de toegankelijkheid van de woningmarkt.

Daarnaast groeit de rol van niet-bancaire spelers in het financiële stelsel, terwijl zij grotendeels nog buiten de reikwijdte van het macroprudentieel instrumentarium vallen. Vanuit stabiliteitsoverwegingen is het positief dat de rol van niet-banken, zoals verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsfondsen, in het financiële stelsel is toegenomen, omdat het bijdraagt aan diversificatie van financieringsbronnen voor de reële economie. Meer diversiteit in financiering kan de kwetsbaarheid van het stelsel voor schokken verminderen. Tegelijk is het macroprudentiële instrumentarium voor niet-bancaire instellingen nog onvoldoende ontwikkeld en zijn de meeste instrumenten gericht op banken en huishoudens. Een voorbeeld van de groeiende rol van niet-bancaire spelers in het stelsel is de enorme toename van activa in beleggingsfondsen sinds de crisis. De grotere rol van beleggingsfondsen kan prijsschommelingen op financiële markten versterken, bijvoorbeeld wanneer open-einde fondsen gedwongen zijn om minder liquide beleggingen te verkopen om aan hun verplichtingen te voldoen. Dit risico is in de afgelopen jaren toegenomen, omdat beleggingsfondsen in hun zoektocht naar rendement hun allocatie naar high-yield obligaties en andere minder liquide vermogenstitels hebben vergroot (ECB, 2019).

Beleidsconclusies

In de huidige situatie van ruime liquiditeitsverhoudingen zal DNB haar macroprudentiële instrumenten blijven inzetten om de schokbestendigheid van het financiële systeem te vergroten. Met het huidige instrumentarium is het moeilijk om de opbouw van nieuwe kwetsbaarheden die de financiële stabiliteit kunnen bedreigen tegen te gaan. Dit onderstreept het belang van een sterke tweede verdedigingslinie, die gericht is op de schokbestendigheid van het stelsel. Een structurele inzet van macroprudentiële instrumenten, die weerbaarheid van de financiële sector en huishoudens vergroot, is daarom van belang. De LTV-limiet op hypothecaire leningen is hier een duidelijk voorbeeld van, omdat deze huishoudens minder kwetsbaar maakt voor een daling in huizenprijzen en de kans op onderwater problematiek verkleint.

Een uitbreiding van het macroprudentiële instrumentarium naar niet-bancaire financiële spelers is wenselijk. Belangrijke delen van het financiële systeem, zoals beleggingsfondsen, verzekeraars en pensioenfondsen, vallen nog grotendeels buiten het bereik van macroprudentieel beleid. Bestaande regelgeving voor deze financiële instellingen is voornamelijk microprudentieel van

aard. Dit is zorgelijk, nu systeemrisico's zich ook meer in andere sectoren dan banken lijken op te bouwen. Voor beleggingsfondsen is het macroprudentieel instrumentarium bijvoorbeeld nog onvoldoende ontwikkeld, terwijl de grote verwevenheid met de bankensector en de reële economie kan leiden tot systeemrisico's. Voor bepaalde beleggingsfondsen kunnen er *leverage limits* en crisismaatregelen (zoals het tijdelijk opschorten van de mogelijkheid om uit het fonds te stappen) gehanteerd worden, maar met name bij alternatieve beleggingsfondsen komt soms hoge *leverage* voor. Om deze systeemrisico's beter te adresseren is het van belang dat het macroprudentieel beleid voor beleggingsfondsen, bijvoorbeeld om excessieve *leverage* of grote liquiditeitsmismatches tegen te kunnen gaan, verder wordt ontwikkeld (Van der Veer et al., 2017).

Andere vormen van beleid zijn nodig om de opbouw van kwetsbaarheden tegen te gaan. Allereerst dienen monetaire beleidsmakers aandacht te hebben voor de neveneffecten van een ruim monetair beleid. Naarmate het expansieve monetaire beleid langer aanhoudt en steeds onconventioneler wordt, nemen de risico's ervan voor de financiële stabiliteit verder toe. Bij het voorkomen van excessieve schuldopbouw is daarnaast een belangrijke rol weggelegd voor de fiscaliteit. Door het verminderen van de fiscale

subsidiering van financiering met vreemd vermogen, zoals de hypotheekrenteaftrek voor woningeigenaren en de renteaftrek voor bedrijven, kan de prikkel tot schuldopbouw worden verkleind. Verder dient microprudentiële regelgeving ervoor te zorgen dat de risico's die financiële instellingen lopen op proportionele wijze worden vertaald in kapitaal- en liquiditeitseisen. Dit kan de prikkel tot risicozoekend gedrag verminderen. Een voorbeeld hiervan is het uitfasen van de voorkeursbehandeling van overheids-schuld (zie [Wisselwerking overheid en banken](#)).





Cijfers

Financiële condities in Nederland
zijn ruim

[Bekijk figuur 13 →](#)

Aanwijzingen voor *search for yield*
in Nederland

[Bekijk figuur 15 →](#)

Schulden niet-financiële sector
verder opgelopen sinds de crisis

[Bekijk figuur 14 →](#)

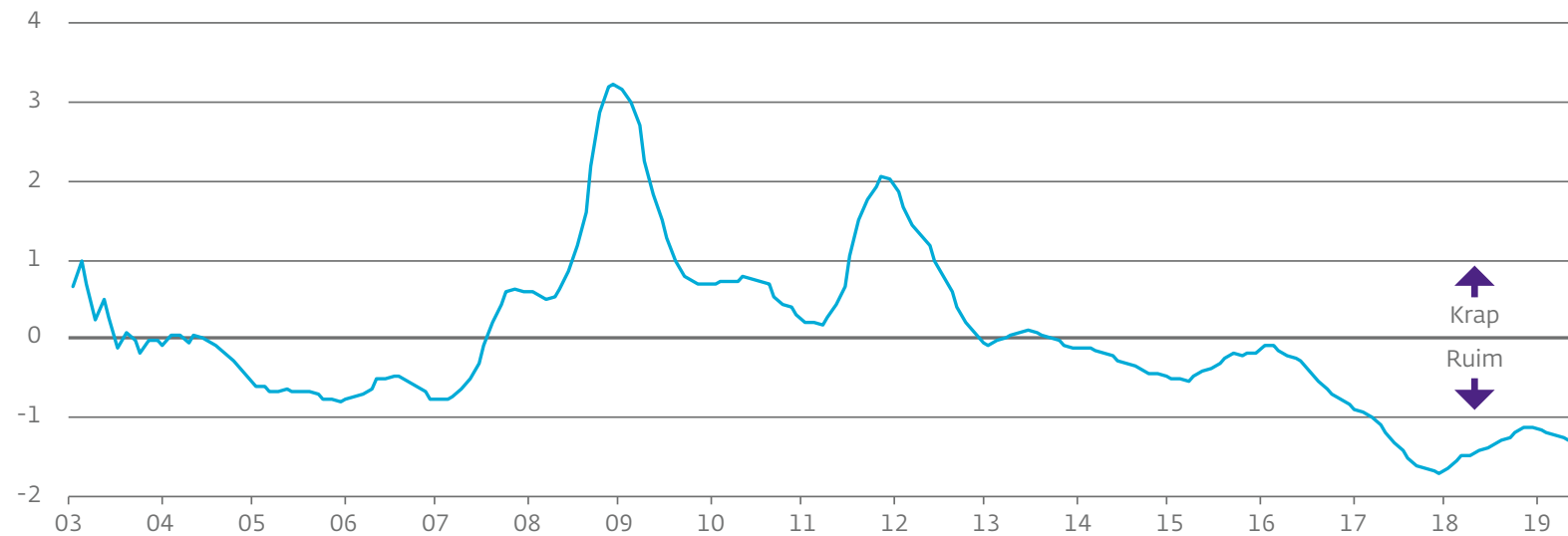
Amerikaanse koers-
winstverhouding ver boven
langjarig gemiddelde

[Bekijk figuur 16 →](#)



Figuur 13 Financiële condities in Nederland zijn ruim

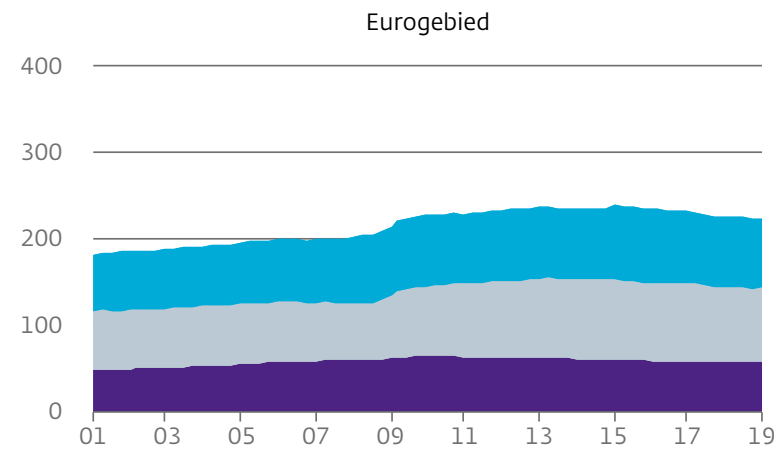
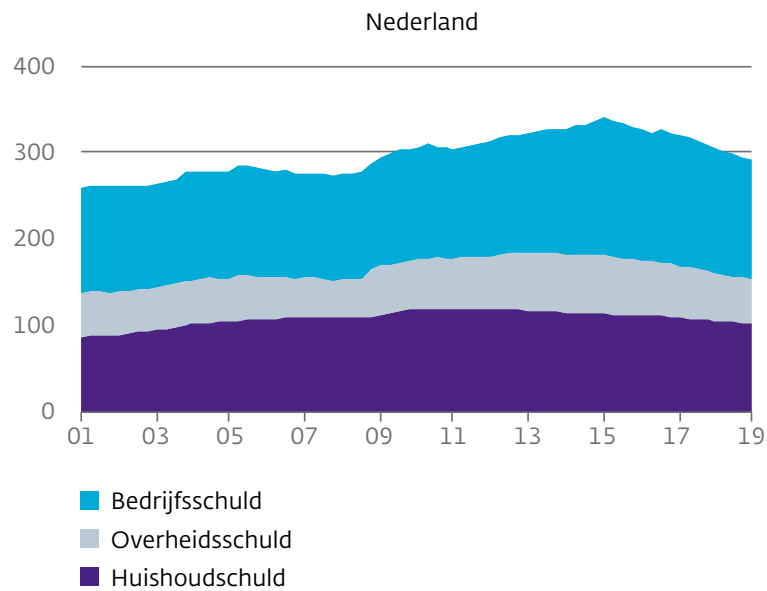
Aantal standaarddeviaties afwijking van gemiddelde



Bron: DNB.

Figuur 14 Schulden niet-financiële sector verder opgelopen sinds de crisis

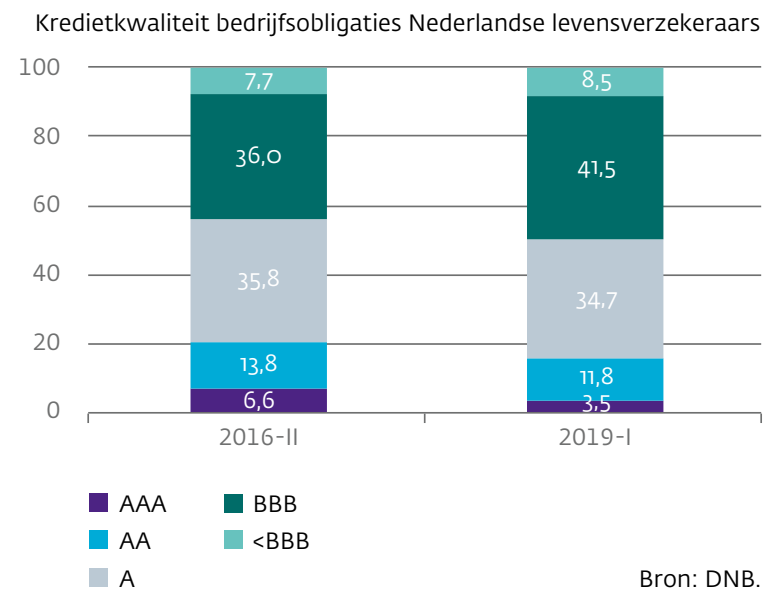
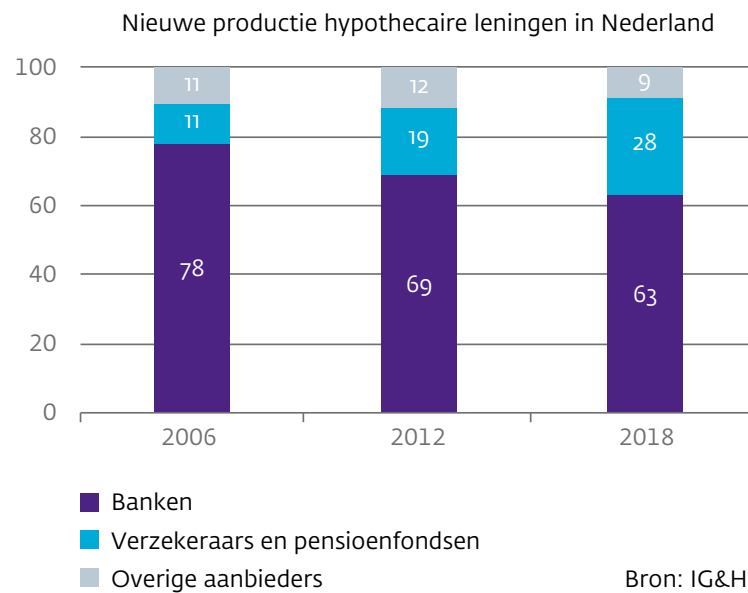
Procenten bbp



Bronnen: ECB en Eurostat.

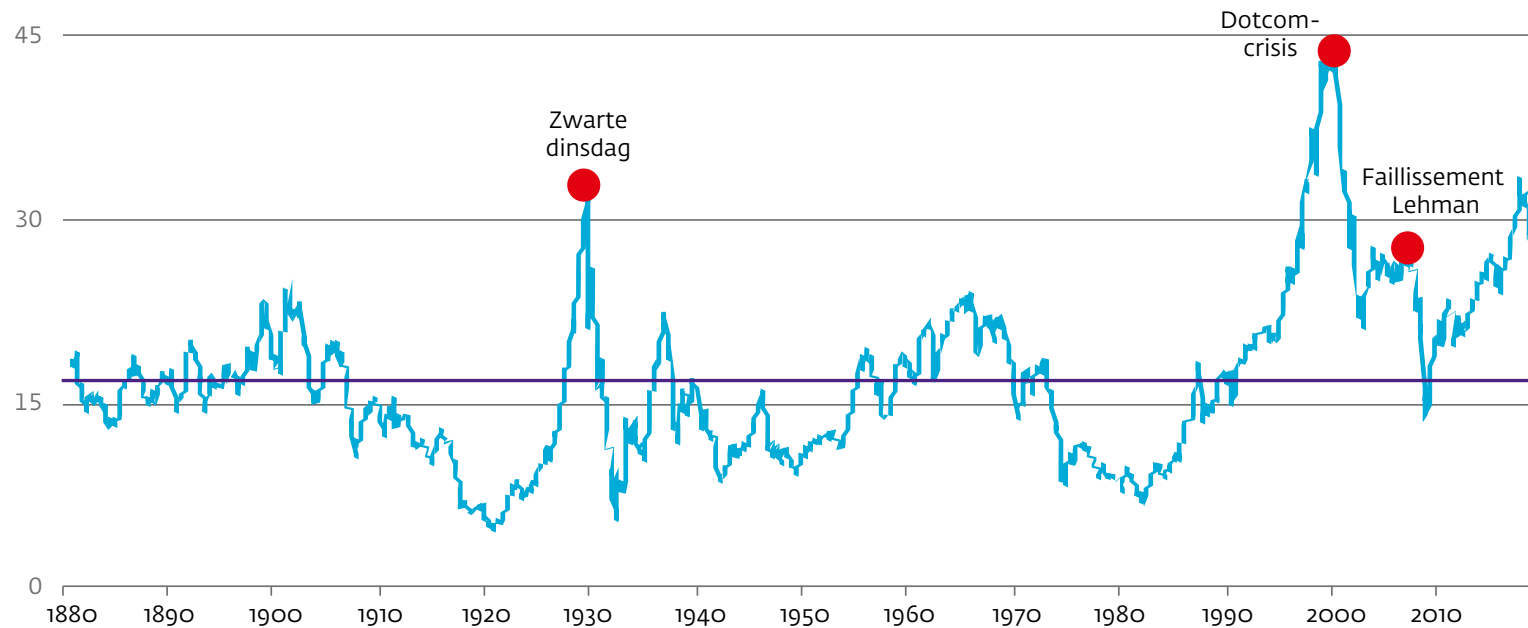
Figuur 15 Aanwijzingen voor *search for yield* in Nederland

Procenten



Figuur 16 Amerikaanse koers-winstverhouding ver boven langjarig gemiddelde

Ratio



— Shiller koerswinstverhouding
— Gemiddelde (1881-2019)

Bron: Shiller 2019.

Toelichting: De koers-winstverhouding is gebaseerd op de gemiddelde winst over de afgelopen 10 jaar.