



Overzicht Financiële Stabiliteit

Voorjaar 2019

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM



Nederland

Er is een wisselwerking tussen de woningmarkt en de economie.

Brexit

Een no-deal Brexit blijft een risico vormen.

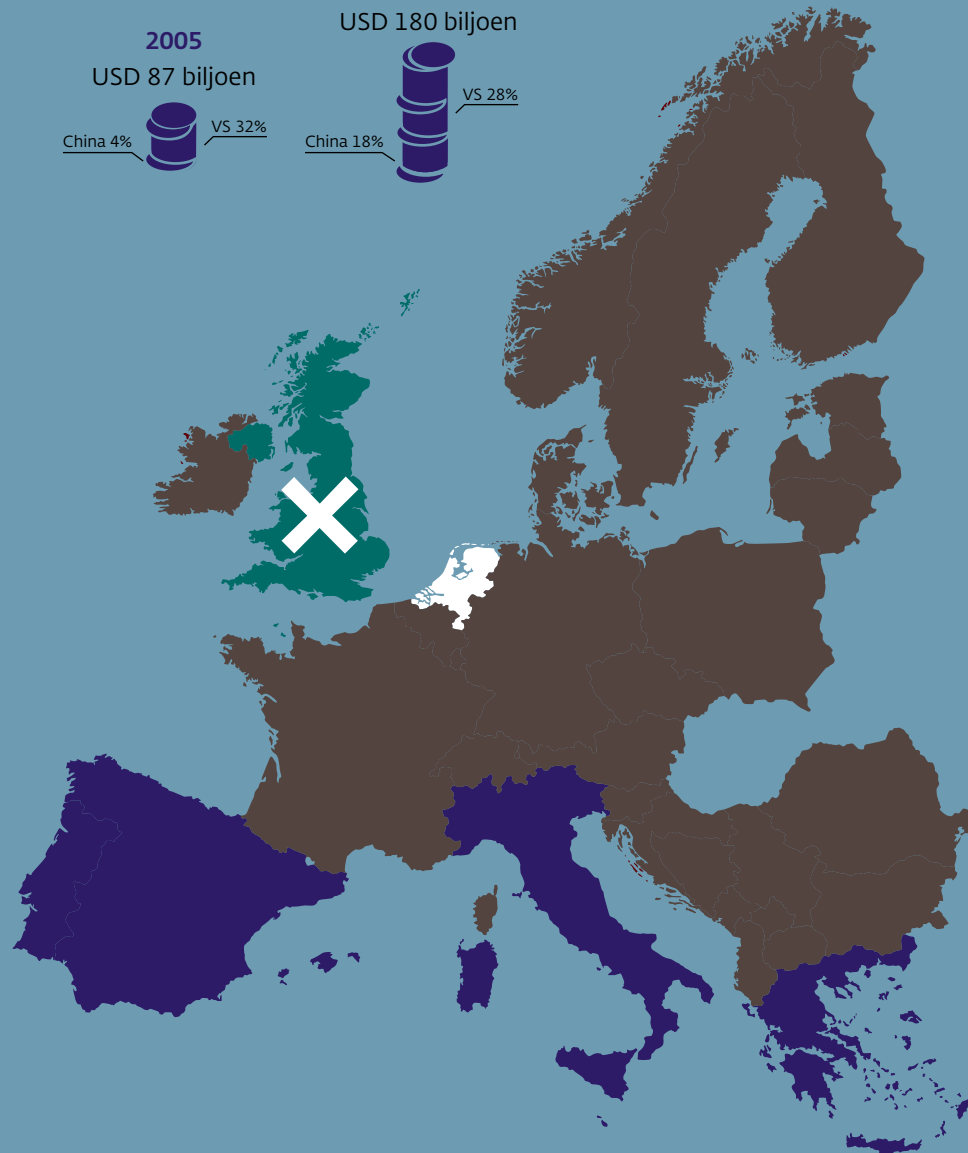
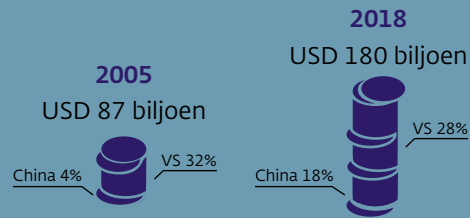


Zuid-Europa

Er is een wisselwerking tussen banken en de overheid.

Mondiale schuldenberg

De schuld van de mondiale niet-financiële sector is meer dan verdubbeld ten opzichte van 2005.



Risicobeeld

Risicokaart

Risicobeeld

Internationale risico's

Het monetaire beleid in de VS en het eurogebied blijft voorlopig (zeer) accommoderend.

In de afgelopen maanden zwakte de mondiale economische groei af. Het IMF raamt de mondiale economische groei dit jaar op 3,3%; 0,4 procentpunt lager dan een half jaar geleden. Op financiële markten deden zich scherpe correcties voor in het laatste kwartaal van 2018. Mede onder invloed van deze mondiale economische en financiële ontwikkelingen en beperkte inflatiedruk heeft de *Federal Reserve Board* (Fed) een pauze ingelast in het pad van renteverhogingen. Daarnaast vertraagde de Fed sinds mei de afbouw van de balans, en zal zij de verkoop van opgekochte obligaties vanaf september helemaal stopzetten. Ook de Europese Centrale Bank (ECB) houdt voorlopig vast aan het ruime accommoderende beleid. Het Eurosysteem is sinds het begin van dit jaar weliswaar gestopt met het uitbreiden van haar obligatieportefeuille, maar de depositorente is nog altijd negatief. Bovendien heeft de ECB aangegeven te verwachten dat de basisrentetarieven ten minste tot en met eind 2019 op het huidige niveau zullen blijven. Daarnaast heeft de ECB in maart 2019 een derde ronde *Targeted Longer Term Refinancing Operations* (TLTROs) aangekondigd om de kredietverlening aan de niet-financiële sector te ondersteunen.

Risicobeeld

Mede door ruime liquiditeitsverhoudingen en lage rentes blijven kwetsbaarheden zich opbouwen. Het continueren van het accommoderende monetaire beleid door centrale banken heeft bijgedragen aan het herstellen van de rust op de financiële markten na de scherpe correcties in het vierde kwartaal van 2018. De keerzijde van ruime liquiditeitsverhoudingen en de aanhoudend lage rentes is echter dat financiële kwetsbaarheden zich verder opbouwen. Naarmate financiële condities langer ruim blijven, verliezen overheden, bedrijven en huishoudens immers de prikkel om schulden omlaag te brengen. Ook hebben ruime liquiditeitsverhoudingen en aanhoudend lage rentes verstorende effecten op financiële markten.

Schulden liggen op hoge niveaus. Mede doordat de financiële condities al lange tijd erg ruim zijn, zijn de wereldwijde schulden van de niet-financiële sector tot hoge niveaus gestegen. Volgens cijfers van de *Bank of International Settlements* (BIS) zijn de schulden van de niet-financiële sector tussen 2005 en 2018 meer dan verdubbeld, naar een recordniveau van USD 183 biljoen in het eerste kwartaal van 2018. Sindsdien

zijn de schulden slechts licht afgenomen. Dit geaggregeerde beeld verhuult echter de onderliggende dynamiek en daarmee de opbouw van specifieke kwetsbaarheden.

Voor de markten voor risicovolle bedrijfsschuld zijn sterk in omvang gegroeid in de afgelopen jaren. Zo is de omvang van de markt van hefboomleningen (*leveraged loans*) sinds 2012 bijna verdubbeld. Ter vergelijking: in deze periode zijn de mondiale bedrijfsschulden zelf met circa 27% toegenomen. Zorgelijk daarbij is dat de bedrijven die schulden aangaan zich veel meer dan voorheen met vreemd vermogen financieren en dat leenvoorwaarden steeds verder worden versoepeld. Zo is in Europa het aandeel *covenant lite* leningen (leningen met een structuur die beleggers minder garanties biedt en kredietnemers minder restricties oplegt) toegenomen van minder dan 20% in 2011-2012 naar 70% in 2018. Ook op de bedrijfsobligatiemarkt neemt het aandeel obligaties met een lagere kredietwaardigheid toe.

Binnen Europa brengen overheden met hoge schulden hun schulden in mindere mate terug dan overheden met lage schulden. Binnen Europa blijven de overheidsschulden erg hoog. De gemiddelde overheidsschuld in het eurogebied piekte in het tweede kwartaal van 2014 en is sindsdien beperkt teruggebracht. De verschillen in de mate van schuldreductie zijn echter groot. Juist de overheden met relatief hoge schulden brengen hun schulden minder voortvarend terug dan overheden met lage schulden. In Frankrijk en Griekenland liggen de overheidsschulden eind 2018 zelfs op een hoger niveau dan in het tweede kwartaal van 2014. Hoewel de financiering van overheidsschuld gemiddeld gezien wordt gefaciliteerd door de lage rentes en de toename van uitgifte van obligaties met een langere looptijd, blijven de verschillen in de bruto financieringsbehoeftes groot. Vooral Italië heeft in 2019 een grote behoefte aan financiering en kampt daarbij met relatief hoge rentes. Volgens berekeningen van de Europese Commissie blijft de schulddynamiek op de middellange termijn binnen het eurogebied in vooral België, Spanje, Frankrijk, Italië en Portugal kwetsbaar.

Risicobeeld

Op financiële markten wordt de zoektocht naar rendement verder aangejaagd. Ook zorgen de ruime liquiditeitsverhoudingen en aanhoudend lage rentes ervoor dat de zoektocht naar rendement op financiële markten gaande blijft, waardoor zeepbellen kunnen ontstaan. De lage rentes zetten beleggers ertoe aan om op zoek te gaan naar beleggingsalternatieven met hogere rendementen én met hogere risico's, zoals beleggingen in risicovolle bedrijfsschuld of commercieel vastgoed.

Tegen de achtergrond van hoge schulden en uitbundige financiële markten kan financiële instabiliteit ontstaan. De marktcorrectie in het vierde kwartaal van 2018 was kortstondig: inmiddels hebben de getroffen financiële markten de koersverliezen alweer grotendeels gecompenseerd. Hierdoor zijn eerder geuite zorgen over overwaarderingen en het risico op een marktomslag nog even relevant. Wanneer risicopremies en rentes fors stijgen worden schuldenaren geconfronteerd met hogere rentelasten, waardoor zij mogelijk niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen, terwijl op financiële markten stevige prijsaanpassingen

kunnen plaatsvinden, waardoor financiële instellingen met beleggingsverliezen te maken kunnen krijgen.

Politieke en beleidsonzekerheid, een onverwachte aanpassing in het monetaire beleid of een ernstige crisis in een systeemrelevant land kunnen een marktomslag teweeg brengen. Er zijn verschillende factoren die het marktsentiment zouden kunnen doen omslaan. Zo kan een *no-deal* Brexit een schokgolf teweegbrengen met aanzienlijke effecten op financiële markten. Ook de aanhoudende handelsspanningen tussen de Verenigde Staten (VS) en China, en andere geopolitieke spanningen in de wereld, kunnen escaleren en het vertrouwen van beleggers aantasten. Verder kan een onverwachte aanpassing in het monetaire beleid resulteren in een forse herprijsing van risicopremies, zeker wanneer marktverwachtingen sterk afwijken van het door beleidsmakers gewenste pad. Het marktsentiment kan ten slotte ook omslaan wanneer zich een ernstige economische, politieke of financiële crisis in een systeemrelevant land voordoet. Juist in een aantal systeemrelevante

landen hebben zich in de afgelopen jaren aanzienlijke financiële onevenwichtigheden opgebouwd, zoals in China en de VS.

De financiële stabiliteit kan daarnaast onder druk komen wanneer de economische groei nog verder en aanzienlijk vertraagt. Ook wanneer de economische groei sterk vertraagt, komen bestaande kwetsbaarheden verder bloot te liggen. Dit geldt onder meer in landen waar private en/of publieke schulden nog steeds hoog zijn en een lagere groei het lastiger maakt om aan rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen. Dit kan vervolgens doorwerken naar de financiële sector, via oplopende kredietverliezen. Daar komt nog bij dat in een deel van de Europese bankensector de winstgevendheid al geruime tijd erg laag is, onder meer door overcapaciteit, hoge operationele kosten en, vooral in Griekenland, Cyprus, Portugal en Italië, het hoge percentage problemleningen op bankbalansen. Zeker in landen waar banken en overheden nog erg met elkaar vervlochten zijn, kunnen eventuele problemen in de bankensector overslaan naar de overheid, en vice versa. Een significante economische groeivertraging

Risicobeeld

vergroot het risico op een dergelijke negatieve wisselwerking tussen banken en overheid ("nexus").

Financiële stabiliteit in Nederland

De huizenprijzen in Nederland stijgen nog steeds, zij het minder hard dan voorheen.

De prijzen van bestaande woningen stegen in 2018 met 9%, de grootste prijsstijging in 17 jaar. Reële prijzen liggen in de grote steden inmiddels 17% boven de vorige piek, en de financieringslasten zijn er bij een volledig annuïtaire lening hoger dan in de jaren vlak voor de crisis. Naar verwachting zullen de prijzen in 2019 minder hard stijgen. Volgens het CBS lagen de verkoopprijzen in het eerste kwartaal van 2019 7,9% hoger dan een jaar eerder. Voor heel 2019 wordt een stijging van circa 6% verwacht. Dat is minder dan in de afgelopen jaren, maar nog altijd meer dan de verwachte stijging van de inkomens. De krapte op de woningmarkt blijft aanhouden. Het aantal transacties daalde in het eerste kwartaal van 2019 met 9% ten opzichte van een jaar eerder. Het aandeel verkopen boven de vraagprijs is groter en verkooptijden zijn korter dan een jaar geleden.

De ontwikkelingen op de woningmarkt versterken de conjuncturele schommelingen in de economie. De sterke prijsstijgingen op de woningmarkt hebben de economische groei een flinke impuls gegeven. De woninginvesteringen zijn na 2013 sterk gestegen. Bovendien is het verband tussen huizenprijsstijgingen en de particuliere consumptie in Nederland sterk: een stijging van de reële huizenprijzen van 1% gaat op de korte termijn gepaard met een stijging van de reële particuliere consumptie van 0,18%. Ten tijde van de crisis versterkte de correctie op de woningmarkt de economische terugval juist. Het volatiele karakter van de Nederlandse economie leidt tot onzekerheid en aanpassingskosten, en komt de financiële stabiliteit niet ten goede.

Een van de oorzaken van de prijsstijgingen van de afgelopen jaren is dat de ontwikkeling van het woningaanbod achterblijft bij de vraag. Met name in het middensegment van de huurmarkt schiet het woningaanbod momenteel tekort. De druk op de woningmarkt kan worden verminderd door het woningaanbod te vergroten en beter te laten aansluiten op de vraag. Het beleid van het kabinet en lokale overheden is

hier ook op gericht. In 2018 is het streefcijfer van 75 duizend te bouwen woningen echter niet gehaald: er zijn 66 duizend nieuwbouwwoningen bijgekomen. Het is duidelijk dat de krapte op de Nederlandse woningmarkt niet op korte termijn zal verdwijnen. Een belangrijke uitdaging is om de bouw van nieuwe woningen minder cyclisch te maken. Tijdens de crisis is de productie van woningen sterk gedaald. Hierdoor is veel capaciteit verloren gegaan, zowel in de bouwsector als bij de gemeenten. Deze beperkte capaciteit maakt het op dit moment moeilijk om de productie van nieuwe woningen te verhogen.

Ook aan de vraagzijde van de woningmarkt zijn meer maatregelen wenselijk: door de hypotheekrenteaftrek en de relatief ruime Loan to Income (LTI)- en Loan to Value (LTV)-limieten zijn de hypotheekschulden van huishoudens in internationaal perspectief relatief hoog. Het maximaal toegestane hypotheekbedrag ten opzichte van het inkomen – de LTI-limiet – wordt bepaald door financieringslastnormen van het NIBUD. Momenteel kiest de helft van de starters voor een zeer hoge lening ten opzichte van het

Risicobeeld

inkomen (meer dan 90% van de NIBUD-norm). Daarnaast leent circa twee derde van de starters meer dan 90% van de aankoop prijs van hun huis. Verschillende empirische studies, waaronder een recent panelonderzoek van het IMF, laten zien dat hoge hypotheekschulden tot volatiele huizenprijzen leiden. Bij een grotere leencapaciteit stijgt de vraag naar woningen. Dit leidt tot stijgende huizenprijzen, zolang het aanbod van woningen niet in gelijke mate toeneemt. Bij eventuele prijsdalingen staan huizen door de hoge hypotheekschulden sneller onder water. Huishoudens die onder water staan, zijn minder snel geneigd hun woning te koop aan te bieden, of doen dat alleen tegen een relatief hoge prijs. Hierdoor daalt het aantal transacties, en worden prijsdalingen versterkt.

Bovendien worden de prijschommelingen versterkt door de manier waarop de LTI-limiet wordt berekend. De LTI-limiet bepaalt in eerste instantie de leencapaciteit van huishoudens. De limiet kan in principe bijdragen aan het afremmen van de huizenprijsstijging, doordat

in een sterk opgaande huizenmarkt de huizenprijzen harder stijgen dan de inkomens. De LTI-limiet knelt dan sneller. De manier waarop de LTI-limiet nu wordt berekend kent echter procyclische elementen. Zo vergroot de voor 2020 voorziene lastenverlichting de leenruimte van sommige huishoudens met meer dan 10%. In de huidige krappe markt draagt deze lastenverlichting daardoor bij aan nog hogere huizenprijzen. Daarom pleit DNB, samen met de AFM, voor een herziening van de leenruimtesystematiek.

De werking van de woningmarkt zal verbeteren als het speelveld tussen private huur en koop minder wordt verstoord.

Woningbezitters genieten momenteel fiscale voordelen. Een meer fiscaal neutrale behandeling van de eigen woning kan de conjuncturele prijschommelingen verminderen door de prikkel tot schuldfinanciering weg te nemen. Bovendien kan het private huursegment zich dan verder ontwikkelen. De private huursector in Nederland is momenteel erg klein,

mede als gevolg van de hypotheekrenteaftrek in de koopsector, en de subsidies in de sociale huursector.

Een eventuele huizenprijscorrectie kan significante gevolgen hebben voor de Nederlandse economie, waardoor banken ook indirect geraakt kunnen worden.

Banken hebben hun kredietvoorwaarden voor hypotheek in de afgelopen twee jaar versoepeld. Bovendien hanteren zij opnieuw lagere risicogewichten voor hypotheek, waardoor zij minder kapitaal aan hoeven te houden voor hun hypotheekportefeuille. De lagere risicoperceptie bij banken staat op gespannen voet met de toegenomen zorgen over de oververhitting van de huizenmarkt. Door de aanhoudend sterke prijsstijgingen en hoge waarderingen is het risico op een huizenmarktcorrectie toegenomen. Bij de vorige correctie werd de Nederlandse economie stevig geraakt.

Leeswijzer

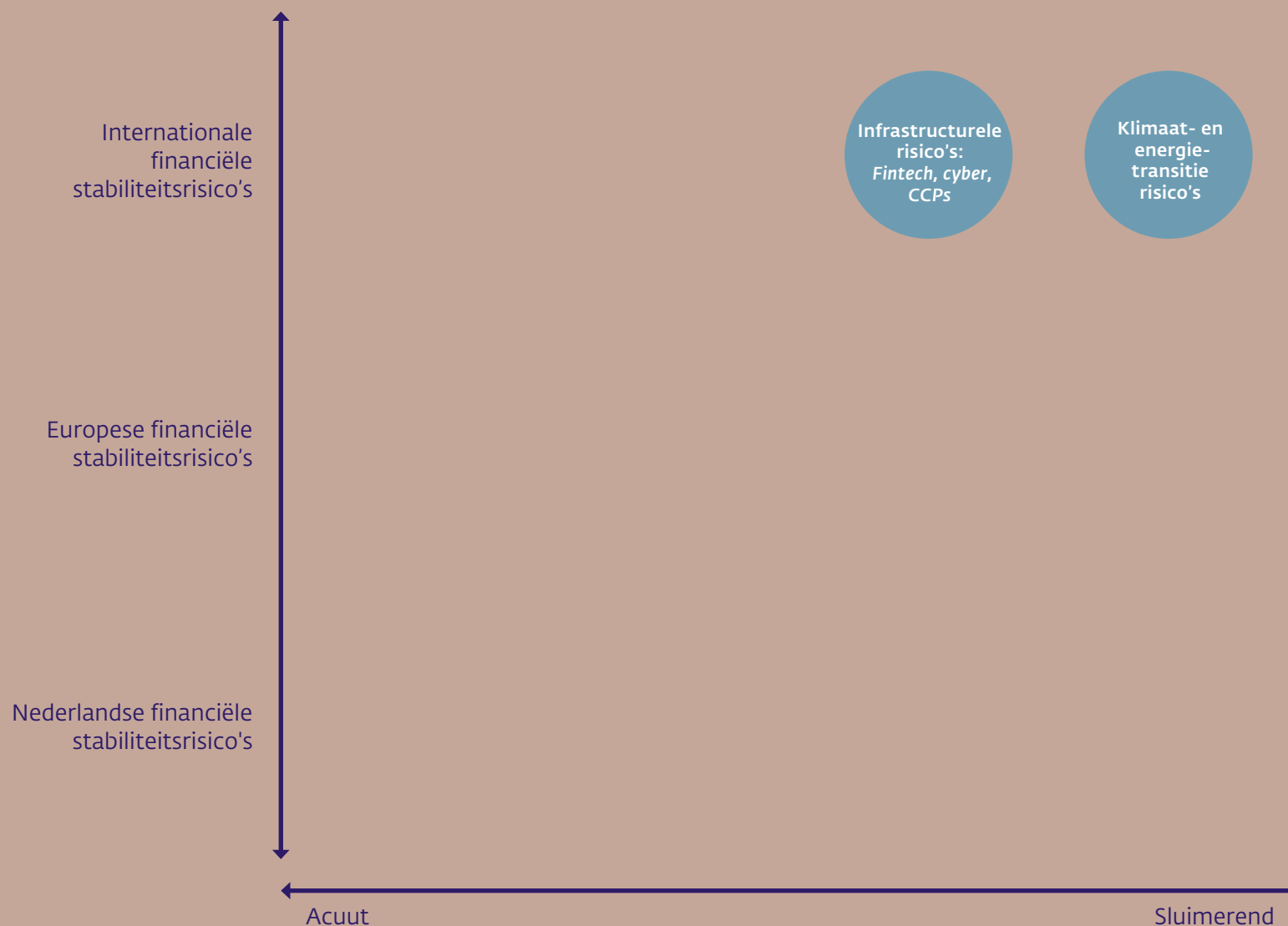
Klik op een risicobol.
Er verschijnt dan een
overzichtspagina, van
waaruit u verder kunt
klikken naar Achtergrond,
Beleid en Cijfers pagina's.

De cijfers van dit OFS
worden tevens als los
bestand op dnb.nl geplaatst;
evenals een overzicht
van macroprudentiële
indicatoren.

Voor een follow-up van de
aanbevelingen uit eerdere
edities van het OFS, zie dnb.nl.

Risicobeeld

Risicokaart



Toelichting

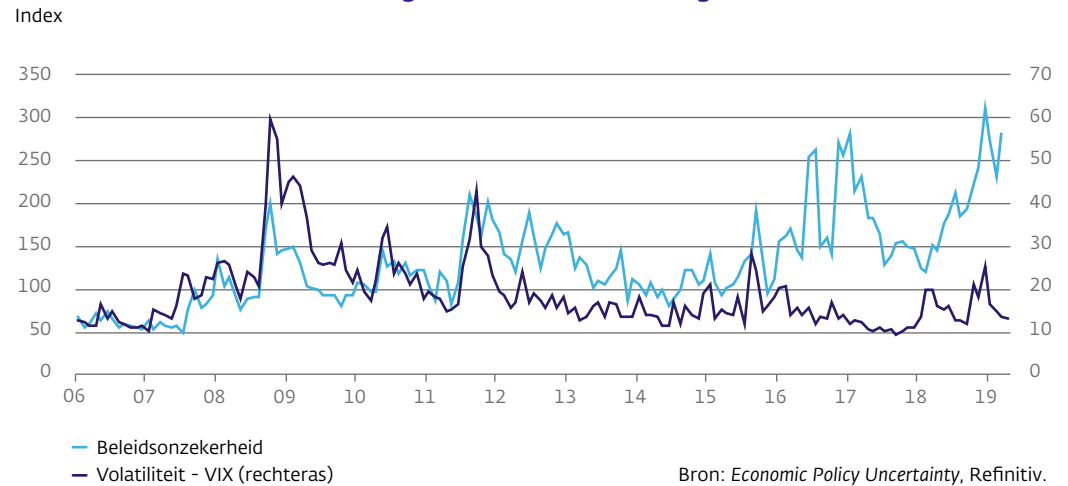
De risicokaart geeft een schematisch overzicht van de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit. De grootte van de cirkel geeft de omvang van het risico weer. De kleur van de cirkel geeft weer of een risico over de middellange termijn gezien toenemend (rood), afnemend (groen) of constant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

Scherpe marktcorrectie

- In de laatste maanden van 2018 stonden financiële markten wereldwijd in het rood; inmiddels hebben de getroffen financiële markten de koersverliezen alweer grotendeels gecompenseerd.
- Hoewel de volatiliteit op financiële markten sinds begin dit jaar weer is gedaald, blijft het risico op scherpe prijscorrecties op financiële markten onverminderd groot. Dit komt onder meer doordat de mondiale beleidsonzekerheid groot is, maar nauwelijks wordt ingeprijsd (figuur 1).
- In perioden van verhoogde stress kunnen prijscorrecties op financiële markten worden versterkt door verschillende factoren, zoals de grotere rol van beleggingsfondsen in het financiële stelsel of doordat marktliquiditeit opdroogt.
- Financiële instellingen dienen in hun risicomanagement rekening te houden met mogelijk scherpe marktcorrecties.

Meer weten? Klik op de tabjes.

Figuur 1 Hoge mate van beleidsonzekerheid, maar volatiliteit op financiële markten is weer gedaald naar een laag niveau.



Scherpe marktcorrectie: Achtergrond

De correctie op financiële markten zet niet door. In het laatste kwartaal van 2018 stonden mondiale financiële markten wereldwijd in het rood (figuur 2), onder meer door neerwaartse bijstellingen van de mondiale groeiverwachtingen en toenemende politieke risico's, zoals de handelsspanningen tussen de VS en China. Ook bedrijfsobligatiemarkten werden geraakt door het "risk-off" sentiment. Zo namen de risicopremies op Amerikaanse meer risicovolle bedrijfsobligaties met meer dan 100 basispunten toe in december 2018. Sinds het begin van het jaar hebben mondiale aandelenmarkten de koersverliezen weer grotendeels gecompenseerd. Ook de risicopremies op Amerikaanse en Europese bedrijfsobligaties bevinden zich weer rond het niveau van vóór de marktcorrectie (figuur 3).

Het temporiseren van monetaire verkrapping in de VS heeft mede bijgedragen aan de teruggekeerde rust op de financiële markten. In

de VS is de uitfasering van het ruime monetaire beleid al lange tijd aan de gang. De Amerikaanse beleidsrente staat inmiddels op een niveau van $2\frac{1}{4}$ - $2\frac{1}{2}$ % en de balans van het Amerikaanse stelsel van centrale banken is sinds oktober 2017 met zo'n 15% gekrompen, naar circa USD 3.900 miljard. Sinds begin dit jaar is aan het pad van renteverhogingen voorlopig een einde gekomen. Ook heeft de Fed aangegeven de afbouw van de balans eerst te vertragen en vanaf september te staken. Het terugdraaien van het tempo van monetaire verkrapping heeft mede bijgedragen aan het herstellen van de rust op de financiële markten. In de opkomende landen, die onder invloed van de renteverhogingen van de Fed in 2018 te maken kregen met rap verkrappende financiële condities, is in het eerste kwartaal van 2019 de kapitaaluitstroom vertraagd en de neerwaartse druk op de valuta afgenomen (zie landenrisico). Ook het destijds groeiende optimisme over een handelsakkoord tussen de VS en China heeft de rust op financiële markten bevorderd.

De bereidheid onder beleggers om risico's te nemen, is nog steeds hoog. Dit is bijvoorbeeld merkbaar op bedrijfsobligatiemarkten, waar het aandeel uitstaande bedrijfsobligaties met een lagere rating (BBB of lager) toeneemt. Inmiddels bedraagt het aandeel BBB-beoordeelde schuld de helft van de totale uitstaande *investment grade* bedrijfsobligaties, zowel in de VS als in Europa. Ook is de afgelopen jaren de markt voor risicovolle bedrijfsschuld sterk in omvang gegroeid, waarbij vooral de groei in de markt voor hefboomleningen opvalt. 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 groeit zeer snel. Schattingen van de omvang van de markt voor hefboomleningen variëren tussen USD 1.3 biljoen tot USD 2.2 biljoen (Bank of England, 2018). Veel van de hefboomleningen

Scherpe marktcorrectie: Achtergrond

vinden hun oorsprong in de Verenigde Staten, maar ook in Europa neemt de uitgifte van hefboomleningen snel toe. Hefboomleningen worden in toenemende mate gesecuritiseerd via *Collateralized Loan Obligations* (CLOs), waarbij leningen worden gebundeld en vervolgens weer worden uitgegeven als effecten met verschillende risico- en rendementsprofielen. Volgens schattingen bedragen de totale wereldwijde CLO-uitzettingen ongeveer USD 750 miljard. Zorgelijk is dat de leenvoorwaarden op hefboomleningen flink versoepeld worden en dat de hefboom op de leningen steeds verder toeneemt. Zo is in Europa het aandeel hefboomleningen met soepele leenvoorwaarden (*covenant lite*) gestegen tot circa 70 procent van alle hefboomleningen en is de gemiddelde omvang van de nieuwe hefboomleningen gestegen tot ruim zes keer de operationele kasstroom (EBITDA).

“De aanhoudend lage rentes stimuleren de zoektocht naar rendement onder beleggers.”

Verdere marktcorrecties zijn niet uit te sluiten. Wanneer beleggers plotseling minder bereid zijn risico's te nemen, bijvoorbeeld door een significante mondiale groeivertraging, een financiële crisis in China of escalerende politieke of beleidsrisico's (*no-deal* Brexit, handelsoorlog), kunnen scherpe prijscorrecties op financiële markten plaatsvinden. Ook een onverwachte verschuiving naar een minder gematigde toon ten aanzien van de normalisatie van het monetaire beleid kan hiertoe aanleiding geven. Vooral vermogenstitels waarvan de waarderingen hoger liggen dan

hun onderliggende fundamentele factoren indiceren, kunnen hierbij geraakt worden, zoals Amerikaanse aandelen of bedrijfsobligaties. Wanneer de risicopremies oplopen, nemen de financieringskosten voor banken, huishoudens en bedrijven toe. Dit kan de groei onder druk zetten.

Door de grotere rol van beleggingsfondsen op financiële markten kunnen marktcorrecties worden versterkt. Beleggingsfondsen zijn sinds de crisis bezig aan een stevige opmars. Mondiaal gezien zijn de activa van beleggingsfondsen (geldmarkt-, *hedge*- en andere beleggingsfondsen) tussen 2008 en 2017 meer dan verdubbeld, naar ruim USD 55 biljoen (figuur 5). De grotere rol die beleggingsfondsen spelen draagt bij aan het verminderen van de afhankelijkheid van bankfinanciering en geeft beleggers meer diversificatiemogelijkheden tegen lagere kosten, maar creëert ook kwetsbaarheden. De mogelijkheid van beleggers om hun inleg terug te trekken van open-einde

Scherpe marktcorrectie: Achtergrond

beleggingsfondsen maakt dat beleggingsfondsen met een liquiditeitsmismatch kunnen worden gedwongen hun minder liquide posities te liquideren in een *fire sale*, om op die manier aan hun verplichtingen te kunnen voldoen. Dit kan een reeds ingezette prijscorrectie verder versterken. Daarbij zijn er indicaties dat beleggingsfondsen steeds meer beleggen in minder liquide vermogenstitels, terwijl de *cash*-buffers in de sector zijn afgenomen (ECB, 2018).

Prijsaanpassingen op financiële markten worden versterkt wanneer de marktliquiditeit onder druk komt. Vaak wordt pas in een periode van verhoogde stress duidelijk of de liquiditeit op een markt voldoende is. Zo verslechterde tijdens de marktcorrectie van eind 2018 de liquiditeit (gemeten door *bid-ask* spreads) in de meer risicovolle segmenten

van de bedrijfsobligatiemarkt snel. Structurele veranderingen in het financiële systeem, zoals veranderingen in financiële regulering, de groei van passieve beleggingen en technologische veranderingen, hebben de zorgen over de fragiliteit van marktliquiditeit gevoed (IMF, 2019). Dit wordt nog eens versterkt door een toename in het aantal *flash crashes* in de afgelopen jaren. Ook de verschuiving binnen de *investment grade* bedrijfsobligatiemarkt naar beleggingen in obligaties met een lagere rating kunnen mogelijk leiden tot verhoogde liquiditeits- en prijsdruk in de bedrijfsobligatiemarkt. In een economische teruggang zullen *downgrades* van deze obligaties naar *speculative grade* ertoe leiden dat beleggers deze obligaties snel moeten verkopen, omdat zij bijvoorbeeld restricties hebben op het aanhouden van obligaties met een lagere rating.

Meer weten?

- Benieuwd naar de weerbaarheid van financiële instellingen voor marktschokken? In [dit](#) nieuwsbericht worden de resultaten van de EIOPA stresstest van eind 2018 voor Nederlandse verzekeraars besproken. De resultaten van de laatste EIOPA stresstest voor Nederlandse pensioenfondsen vindt u [hier](#).

Risicobeeld

Risicokaart

Scherpe marktcorrectie: Beleid

Financiële instellingen dienen in hun risico-management rekening te houden met mogelijk scherpe marktcorrecties. Instellingen kunnen zelf stresstesten uitvoeren om de gevolgen van potentiële schokken op financiële markten in kaart te brengen.

Voorkomen moet worden dat centrale banken gevangene van marktverwachtingen worden. Ze moeten hun eigen koers blijven bepalen. Heldere communicatie van monetaire beleidsmakers zorgt ervoor dat marktverwachtingen in lijn komen met de beleidsintenties van centrale banken. Dit vermindert het risico dat markten verrast worden en dat scherpe correcties op financiële markten optreden.

De risico's die vanuit de markt voor hefboomleningen en CLOs uitgaan, dienen verder in kaart te worden gebracht. Het verzamelen van data heeft daarbij prioriteit. Vaak is onduidelijk wie de uiteindelijke beleggers zijn en in hoeverre

deze in staat zijn schokken op te vangen. Daar komt bij dat financiële instellingen ook indirect bloot kunnen staan aan deze markt, bijvoorbeeld via de aankoop van leningen of obligaties die als onderpand dienen in een CLO-transactie (*CLO warehousing*) of via aankopen op de secundaire markt. Dit alles creëert onzekerheid over de manier waarop eventuele verliezen door het financiële stelsel worden getransmitteerd. De *Financial Stability Board* brengt momenteel de ontwikkelingen en de risico's op de markt voor hefboomleningen en CLOs in kaart.

Het verder ontwikkelen van macroprudentieel beleid voor beleggingsfondsen is wenselijk.

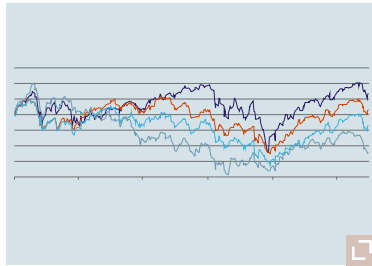
Het microprudentiële raamwerk voor Europese beleggingsfondsen draagt bij aan de weerbaarheid van individuele beleggingsfondsen. Echter door de sterke groei van de sector en de verwevenheid van beleggingsfondsen met de bankensector en de reële economie kunnen risico's ook op systeemniveau ontstaan. Dit maakt de ontwikkeling van macroprudentieel

beleid voor beleggingsfondsen eveneens van belang (zie [DNB](#), 2017). Door de introductie en implementatie van macroprudentiële instrumenten die bijvoorbeeld het gebruik van excessieve *leverage* tegengaan, kunnen de systeemrisico's die uitgaan van deze sector beter worden geadresseerd.

Risicobeeld

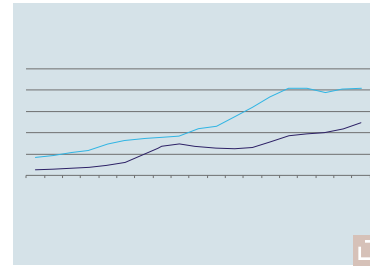
Risicokaart

Scherpe marktcorrectie: Cijfers



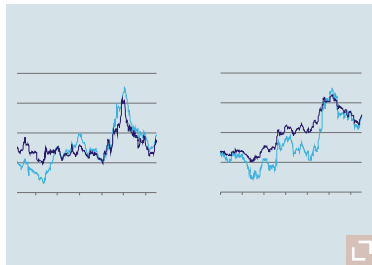
Aandelenmarkten zijn grotendeels hersteld van correctie 2018-IV.

Bekijk figuur 2 →



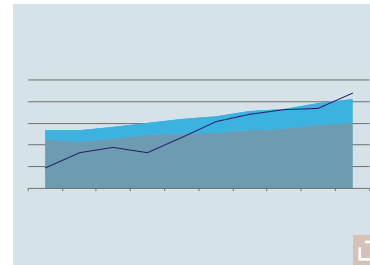
Omvang risicovolle bedrijfsschuld is toegenomen, vooral door groei hefboomleningen.

Bekijk figuur 4 →



Na forse toename in 2018-IV zijn risicopremies op bedrijfsobligaties weer gedaald.

Bekijk figuur 3 →

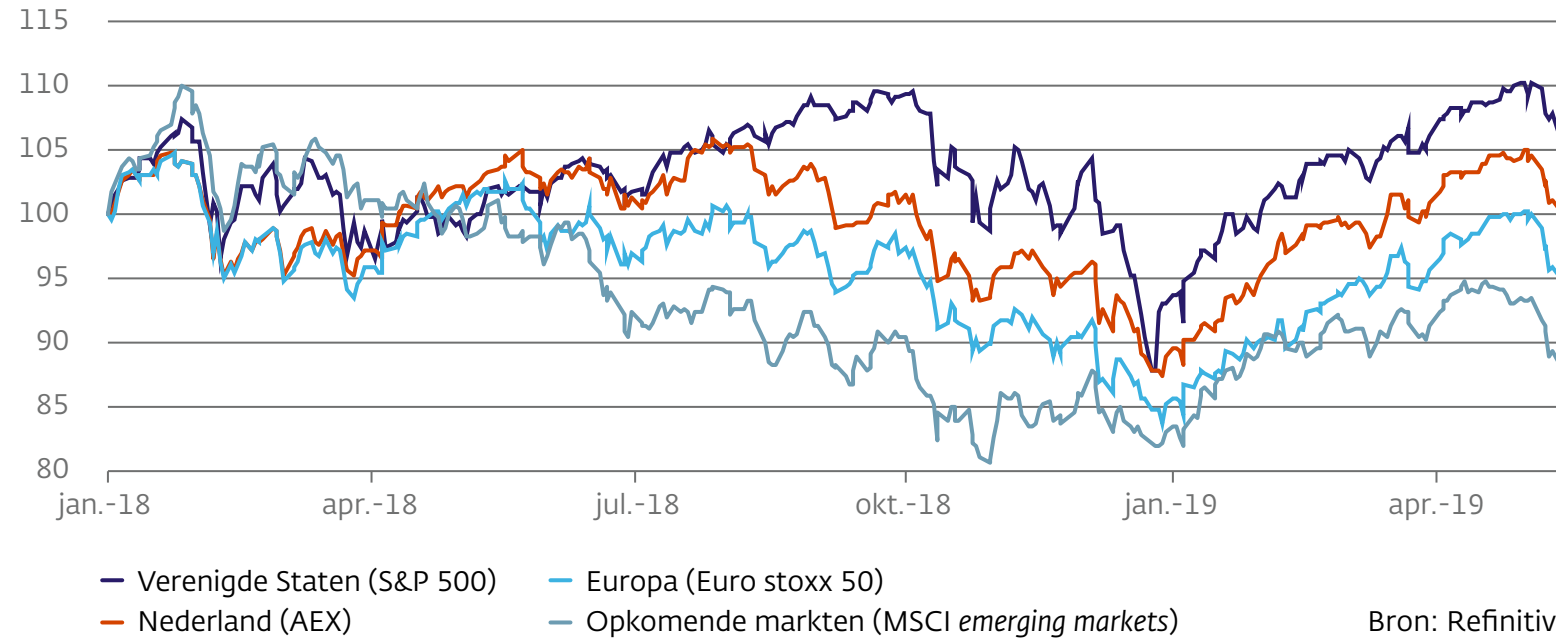


Sinds de crisis groeit het balanstotaal van beleggingsfondsen harder dan dat van banken.

Bekijk figuur 5 →

Figuur 2 Aandelenmarkten zijn grotendeels hersteld van correctie in 2018-IV.

Index, 1 januari 2018 = 100



Bron: Refinitiv.

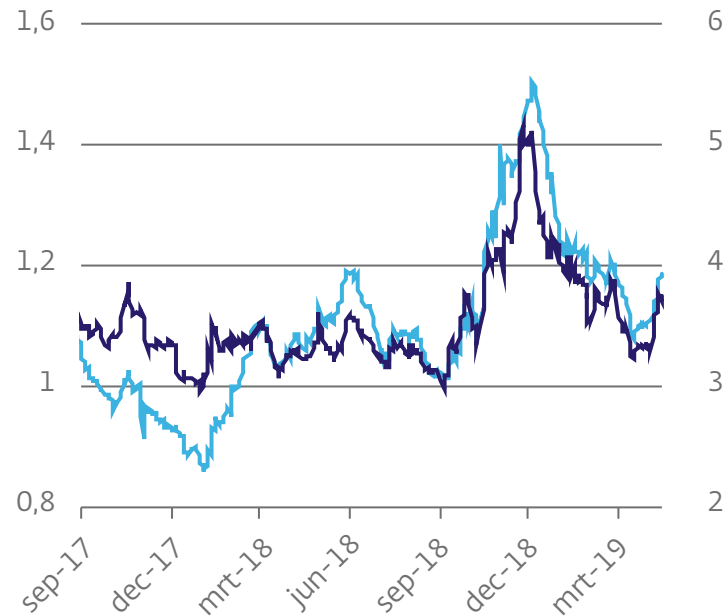
Risicobeeld

Risicokaart

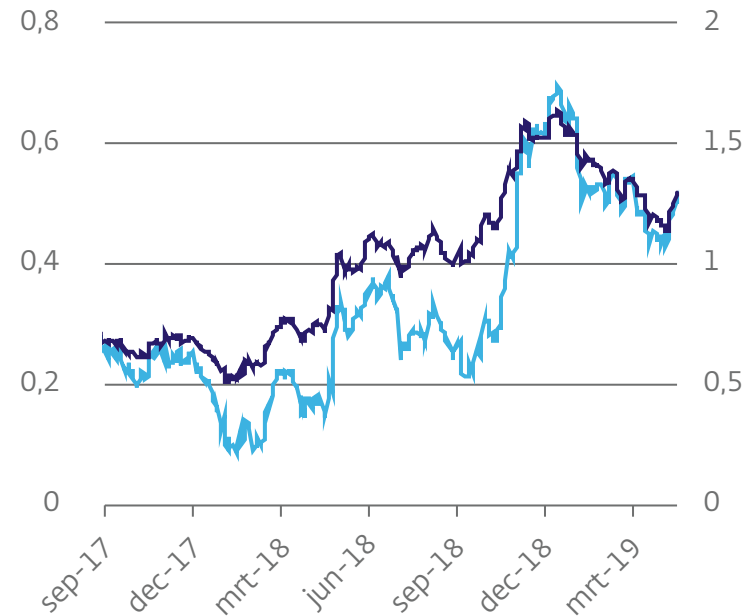
Figuur 3 Na forse toename in 2018-IV zijn risicopremies op bedrijfsobligaties weer gedaald.

Rendement in procenten per jaar

Verenigde Staten



Europa

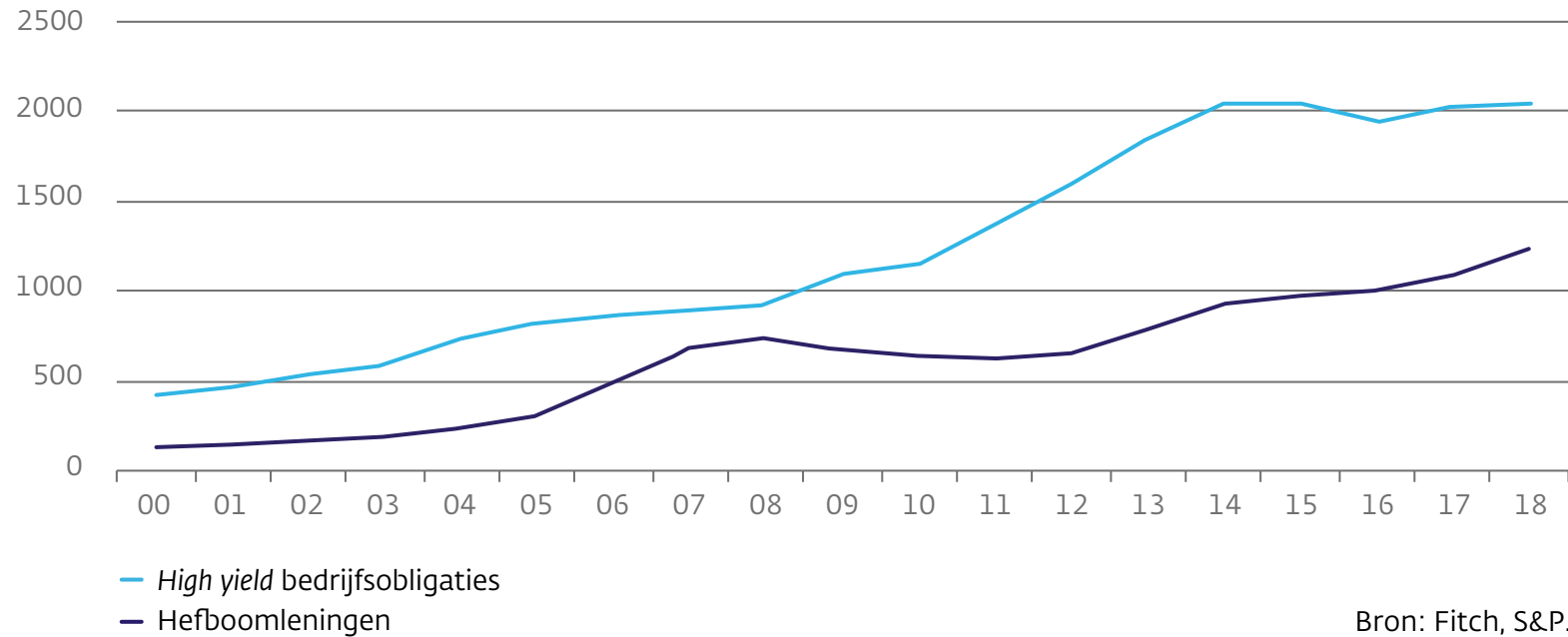


— Investment grade
— High yield (rechteras)

Bron: Refinitiv.

Figuur 4 Omvang risicovolle bedrijfsschuld fors toegenomen, vooral door groei hefboomleningen.

Miljarden USD

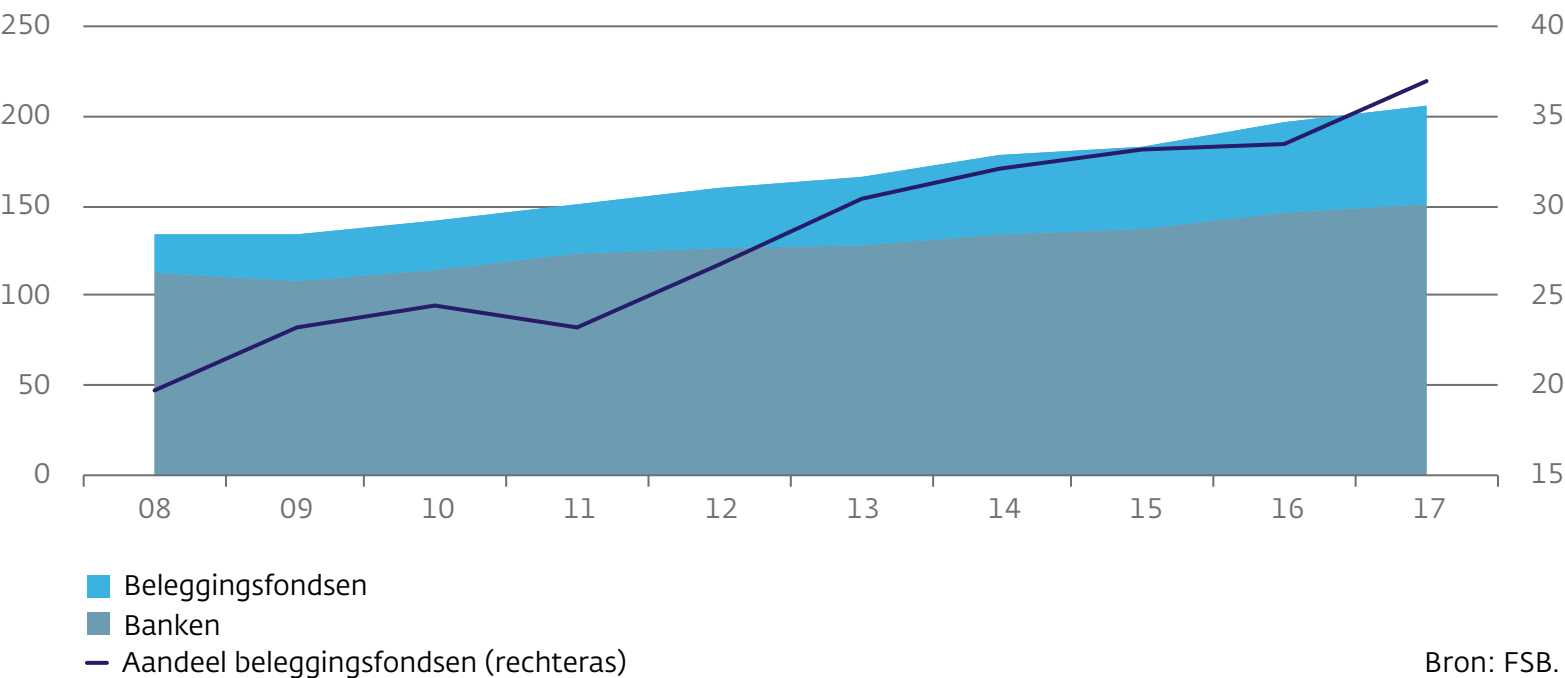


Risicobeeld

Risicokaart

Figuur 5 Sinds de crisis groeit het balanstotaal van beleggingsfondsen harder dan dat van banken.

In biljoenen USD; ratio balanstotaal beleggingsfondsen en balanstotaal banken



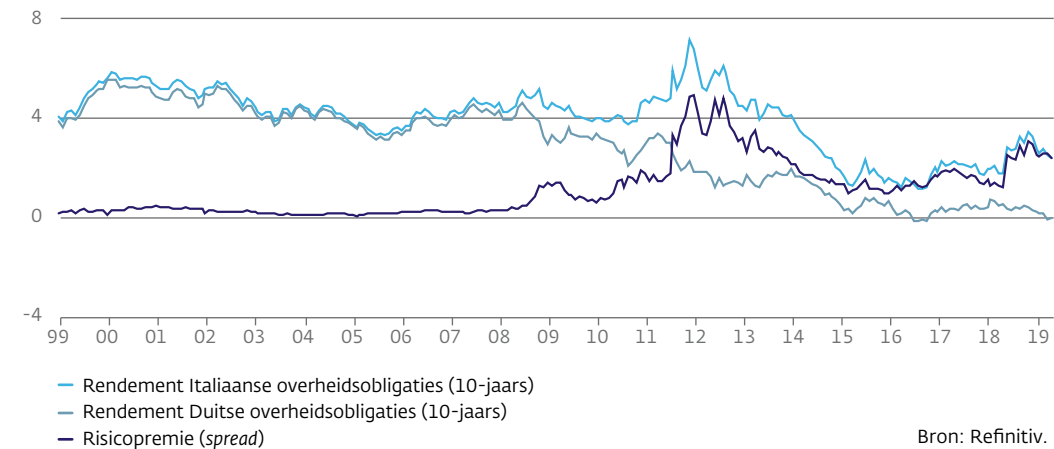
Landenrisico

- Negatieve gebeurtenissen (zoals een economische, politieke of financiële crisis) in individuele, systeemrelevante landen kunnen doorwerken op het Nederlandse financiële stelsel. Juist een aantal systeemrelevante landen, zoals China en de VS, is op dit moment kwetsbaar.
- Binnen Europa zijn de onzekerheden omtrent Brexit en de budgettaire en financieel-economische situatie in Italië de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit. In Italië zijn risicopremies sinds het voorjaar van 2018 flink toegenomen (figuur 6).
- In de VS vormen de hoge schulden bij overheid en bedrijven belangrijke kwetsbaarheden. In China zijn vooral de kleine en middelgrote banken kwetsbaar.

Meer weten? Klik op de tabjes.

Figuur 6 Risicopremies op Italiaanse staatsobligaties zijn toegenomen ten opzichte van een jaar geleden.

Procenten per jaar



Bron: Refinitiv.

Risicobeeld

Risicokaart

Landenrisico: Achtergrond

Negatieve gebeurtenissen in individuele, systeemrelevante landen, zoals de VS, kunnen doorwerken op het Nederlandse financiële stelsel. Ten eerste hebben Nederlandse financiële instellingen rechtstreekse uitzettingen op individuele landen (tabel 1). Een negatieve gebeurtenis in een land kan leiden tot kredietverliezen en een scherpe stijging in de risicopremies van dat land. Dit laatste kan Nederlandse financiële instellingen raken via verliezen op hun beleggingsportefeuilles. Daarnaast kunnen negatieve gebeurtenissen in individuele systeemrelevante landen indirect doorwerken, bijvoorbeeld via een omslag in het marktsentiment of via de impact op de mondiale groei. Zo kunnen opgelegde handelstarieven ernstige gevolgen hebben voor de economische groei van de betrokken landen (zie [DNB](#), 2018). Zeker wanneer het systeemrelevante landen betreft, kan dit doorwerken op de mondiale economische groei, en daarmee op termijn ook Nederlandse financiële instellingen raken.

Tabel 1 Uitzettingen Nederlandse financiële instellingen
in % van de totale uitzettingen op alle landen (op basis van uiteindelijke debiteur), 2018-IV

	Bankwezen	Pensioenfondsen	Verzekeraars
Nederland	50,8	13,9	51,0
Verenigde Staten	10,3	25,5	4,9
Verenigd Koninkrijk	3,3	5,4	2,7
Italië	1,0	1,5	1,3
China	0,7	0,7	0,1
Brazilië	0,6	0,9	0,0
Turkije	0,6	0,4	0,0
Rusland	0,2	0,5	0,0
Argentinië	0,1	0,2	0,0
Overige landen	32,4	51,0	39,9
Totaal uitzettingen alle landen (in EUR miljarden)	2.329	1.065	358

Juist in een aantal systeemrelevante landen zijn de kwetsbaarheden op dit moment groot.

Verenigde Staten

Bedrijfsschulden in de VS nemen snel toe. Sinds 2012 groeien de bedrijfsschulden in de VS sneller

dan de economie, waardoor de bedrijfsschuld in procenten bbp oploopt ([figuur 7](#)). Eind 2018 hadden Amerikaanse niet-financiële bedrijven bijna USD 15 biljoen aan schuld uitstaan. In de afgelopen jaren is vooral de uitgifte van hefboommeningen in de VS snel gegroeid ([figuur 8](#)), terwijl leenvoorwaarden op deze

Risicobeeld
Risicokaart

Landenrisico: Achtergrond

markt verder worden versoepeld. Een analyse van de Fed laat bovendien zien dat de schulden het snelst toenemen bij bedrijven met relatief zwakkere inkomsten en een hogere *leverage*. Volgens het IMF staat de bedrijfskredietcyclus in de VS op het hoogste punt.

De Amerikaanse overheidsschuld is hoog en stijgt verder. Sinds de crisis is de overheidsschuld in de VS flink toegenomen. Sterk procyclisch begrotingsbeleid in de afgelopen jaren heeft de schuldopbouw verder gevoed. Volgens schattingen van het IMF bedraagt de bruto overheidsschuld in 2019 bijna 107% van het bbp en stijgt deze naar verwachting verder naar ruim 110% in 2024, voornamelijk door hoge tekorten. De komende jaren moet bovendien een aanzienlijk deel van de schuld worden doorgerold: de herfinancieringsbehoefte bedraagt zo'n 25% van het bbp in zowel 2019 als in 2020. Dit maakt de overheid kwetsbaar voor hogere rentes. Onenigheid over de nieuwe begroting,

waarin een bedrag van USD 5 miljard was opgenomen voor een muur tussen de Verenigde Staten en Mexico, leidde eind december tot de langste *shutdown* in de geschiedenis van de VS. Dit heeft de economische groei negatief beïnvloed.

Europa

De Brexit-datum is uitgesteld tot 31 oktober 2019, maar daarmee is het risico op een *no-deal* Brexit nog steeds niet geweken.

Op 10 april 2019 heeft de Europese Raad besloten de uittredingsdatum van het VK uit de EU uit te stellen tot uiterlijk 31 oktober 2019. Voor die datum moeten het VK en de EU de voorwaarden waaronder het VK de EU gaat verlaten hebben geratificeerd. De transitieperiode tot en met eind 2020 die de EU en het VK in een eerder stadium overeenkwamen – en die in werking treedt na ratificatie van het uittredingsakkoord – is niet aangepast. Mocht het niet lukken om het uittredingsakkoord voor 31 oktober te ratificeren,

dan treedt het VK uit de EU zonder akkoord en zonder overgangperiode. Een dergelijke *no-deal* Brexit kan gepaard gaan met scherpe correcties op financiële markten, zoals dalende activaprijzen en stijgende risicopremies. Vooral voor instellingen met omvangrijke beleggingen in het VK kunnen dergelijke correcties in financiële verliezen resulteren.

Binnen Europa is de financieel-economische situatie in Italië een bron van zorg. Binnen de EU blijft het vertrouwen in de budgettaire en financieel-economische vooruitzichten in Italië fragiel. In het najaar van 2018 keurde de Europese Commissie voor het eerst sinds de inwerkingtreding van het begrotingspact een begroting af. Risicopremies op Italiaanse staatschuld namen hierdoor verder toe (figuur 6). Na onderhandelingen tussen de Europese Commissie en Italië stemde het Italiaanse Parlement eind december 2018 alsnog in met een nieuwe begroting met een lager tekort (2,04%,

Risicobeeld

Risicokaart

Landenrisico: Achtergrond

in plaats van het eerder begrote tekort van 2,4%). De zorgen over de begrotingsdiscipline van Italië blijven echter voortbestaan, zowel op de korte als op de middellange termijn (zie hoge schulden). De Italiaanse economie kampt bovendien met een relatief laag groeipotentieel.

Opkomende landen

Kwetsbaarheden in China zijn nog niet geweken en kunnen verder toenemen. Onder invloed van strengere regulering is de Chinese kredietgroei sinds 2017 wat gedempt, maar de jarenlange snelle kredietgroei heeft wel voor kwetsbaarheden gezorgd. Zo is de absolute Chinese bedrijfsschuld meer dan verdubbeld sinds 2012, naar USD 21 biljoen begin 2018, en bedraagt deze ruim 150% van het bbp (figuur 9). Bovendien heeft de jarenlange kredietgroei zeepbellen op de huizenmarkt gevoed. De hoge schulden van huishoudens en bedrijven maken de Chinese banken kwetsbaar voor kredietverliezen. Vooral kleine en middelgrote banken hebben met zwakke balansen, lage kapitaalratio's en lage

winstgevendheid te maken. Recent hebben de Chinese autoriteiten hun beleid gericht op het beperken van de kredietgroei wat afgezwakt, mede als gevolg van tegenvallende economische data. Ook zijn verschillende budgettaire en monetaire stimuleringsmaatregelen genomen om een abrupte vertraging van de economie tegen te gaan. Hierdoor kunnen kwetsbaarheden zich verder opbouwen.

Opkomende landen blijven kwetsbaar voor verkrappende financiële condities. In een groot deel van 2018 verkrapten de financiële condities in opkomende landen, maar mede dankzij de verwachting van een trager tempo van renteverhogingen door de Fed, zijn de financiële condities in het eerste kwartaal van 2019 in de opkomende landen niet verder verkraapt (figuur 10). Ook zijn de politieke risico's in sommige landen wat afgenomen (Argentinië, Brazilië). Niettemin blijft het risico op verdere kapitaaluitstroom in sommige landen groot, door in het verleden opgebouwde kwetsbaarheden,

zoals hoge bedrijfsschulden (vaak in buitenlandse valuta) en/of grote tekorten op de lopende rekening. In Turkije is de economische groei bovendien inmiddels negatief, blijft inflatie aanhoudend hoog en zijn de leenkosten het afgelopen half jaar sterk gestegen, waardoor een toename van probleemleningen te verwachten is.

Risicobeeld

Risicokaart

Landenrisico: Beleid

Financiële instellingen moeten rekening blijven houden met een (*no-deal*) Brexit.

In de afgelopen tijd heeft de financiële sector zich voorbereid op een onordentelijke Brexit, door het opstellen van Brexitplannen en het doorvoeren van maatregelen in die plannen. Ook zijn in de afgelopen maanden publieke maatregelen aangekondigd door de Europese Commissie en het Ministerie van Financiën, die onder meer gericht zijn op goed functionerende derivatenmarkten. Dankzij deze stappen zijn de *no-deal* Brexit risico's voor de financiële stabiliteit teruggedrongen. Dit betekent echter niet dat alle risico's zijn verdwenen. Ten eerste is er met het verleende uitstel tot uiterlijk 31 oktober nog steeds geen garantie dat er een definitief uittredingsakkoord tussen het VK en de EU komt. Daarnaast zijn de verschillende publieke maatregelen – die in werking treden na een *no-deal* Brexit – tijdelijk van aard, evenals de transitieperiode bij een overeenkomst. Financiële instellingen moeten daarom waar

nodig doorgaan met het implementeren van maatregelen die anticiperen op het aflopen van deze overbruggingsmaatregelen.

DNB hanteert beleid om concentratierisico's op opkomende landen te beperken, maar de beheersing van het landenrisico is primair de eigen verantwoordelijkheid van financiële instellingen.

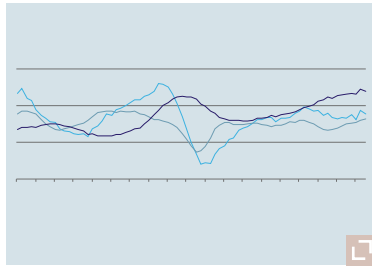
Financiële instellingen moeten zelf beoordelen in hoeverre zij landenrisico's lopen en welke aanvullende maatregelen nodig zijn om de risico's te beheersen, zoals bijvoorbeeld het beperken van de concentraties. Wel kan DNB aanvullende eisen opleggen aan individuele banken, bijvoorbeeld als sprake is van een verhoogd risicoprofiel. Ook past DNB verschillende beleidsregels toe om de risico's van blootstellingen aan opkomende landen te beperken. Als er sprake is van een materiële concentratie van uitzettingen op een opkomend land, dient een bank additioneel kapitaal aan te houden. Daarnaast stelt DNB een maximum aan

de uitzettingen op landen die geen deel uitmaken van de Europese Economische Ruimte (EER) in verhouding tot de in Nederland gegarandeerde deposito's.

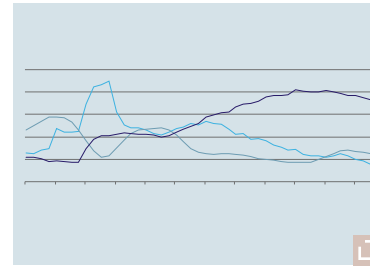
Risicobeeld

Risicokaart

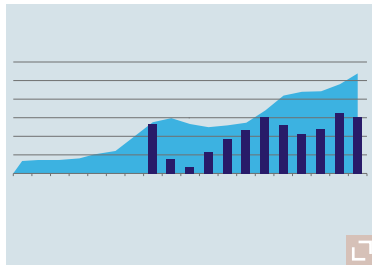
Landenrisico: Cijfers



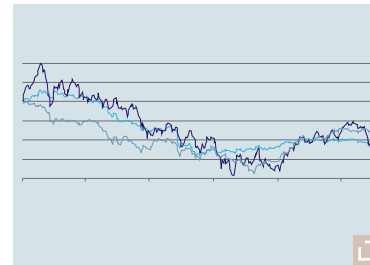
Bedrijfsschulden in de VS groeien nog steeds sneller dan het Amerikaanse bbp.
Bekijk figuur 7 →



Bedrijfsschulden in China zijn hoog, maar de groei in de bedrijfsschulden vlakt af.
Bekijk figuur 9 →



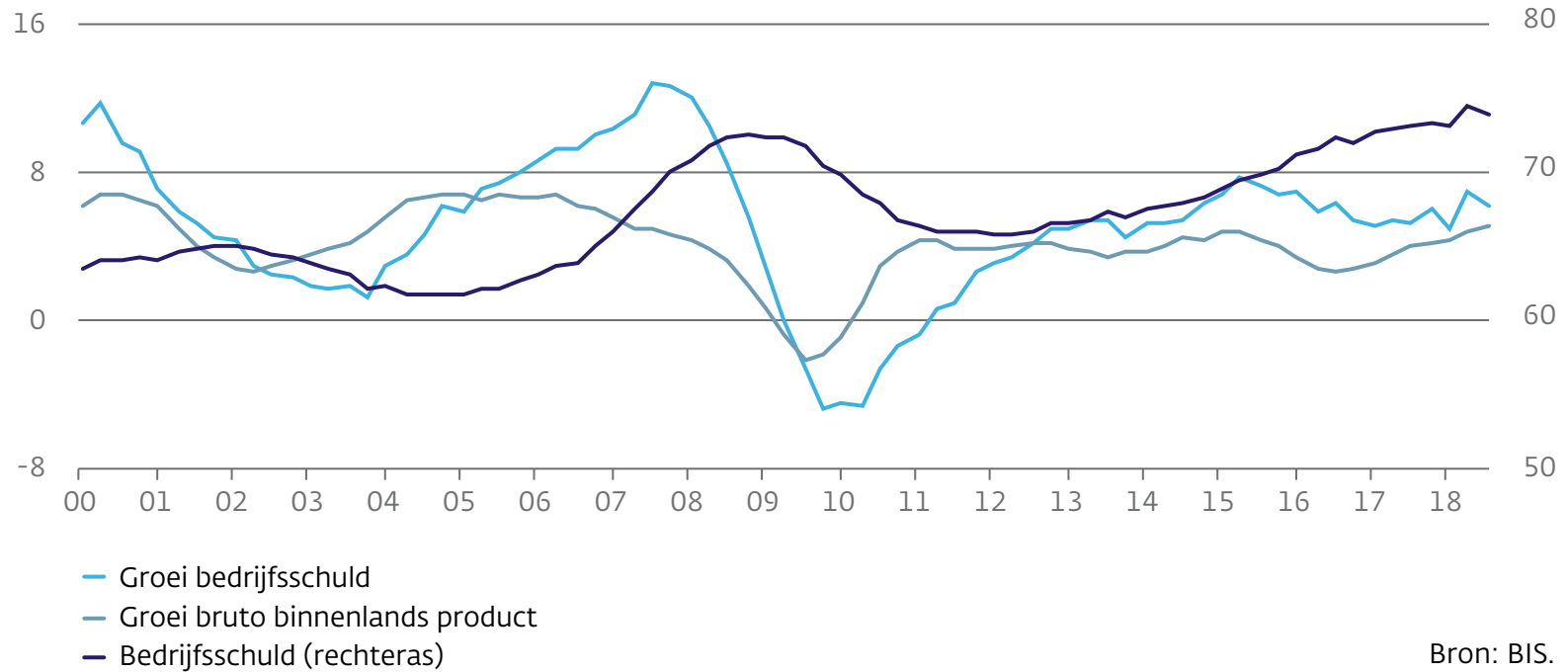
De markt voor hefboempleningen in de VS groeit snel.
Bekijk figuur 8 →



Financiële condities in opkomende landen zijn in 2018 fors verkrappt.
Bekijk figuur 10 →

Figuur 7 Bedrijfsschulden in de VS groeien nog steeds sneller dan het Amerikaanse bbp.

Procenten per jaar; procenten bbp

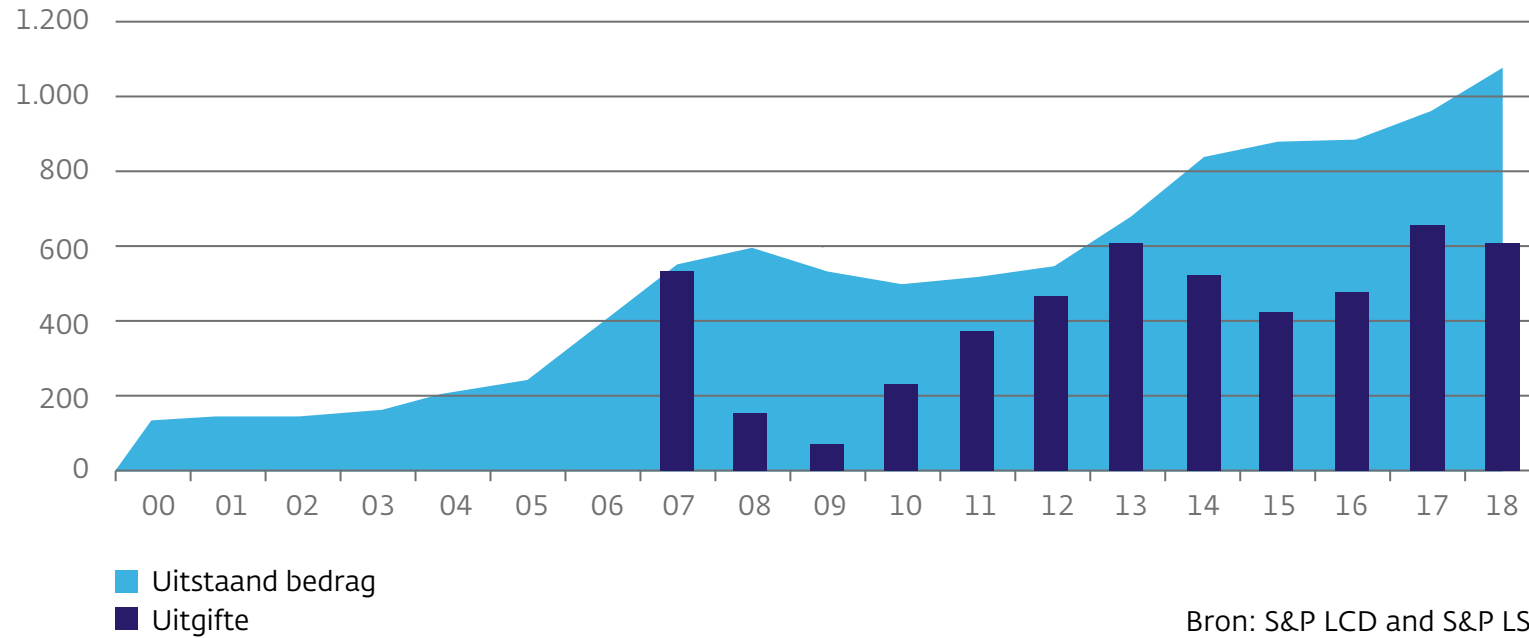


Risicobeeld

Risicokaart

Figuur 8 De markt voor hefboomleningen in de VS groeit snel in omvang.

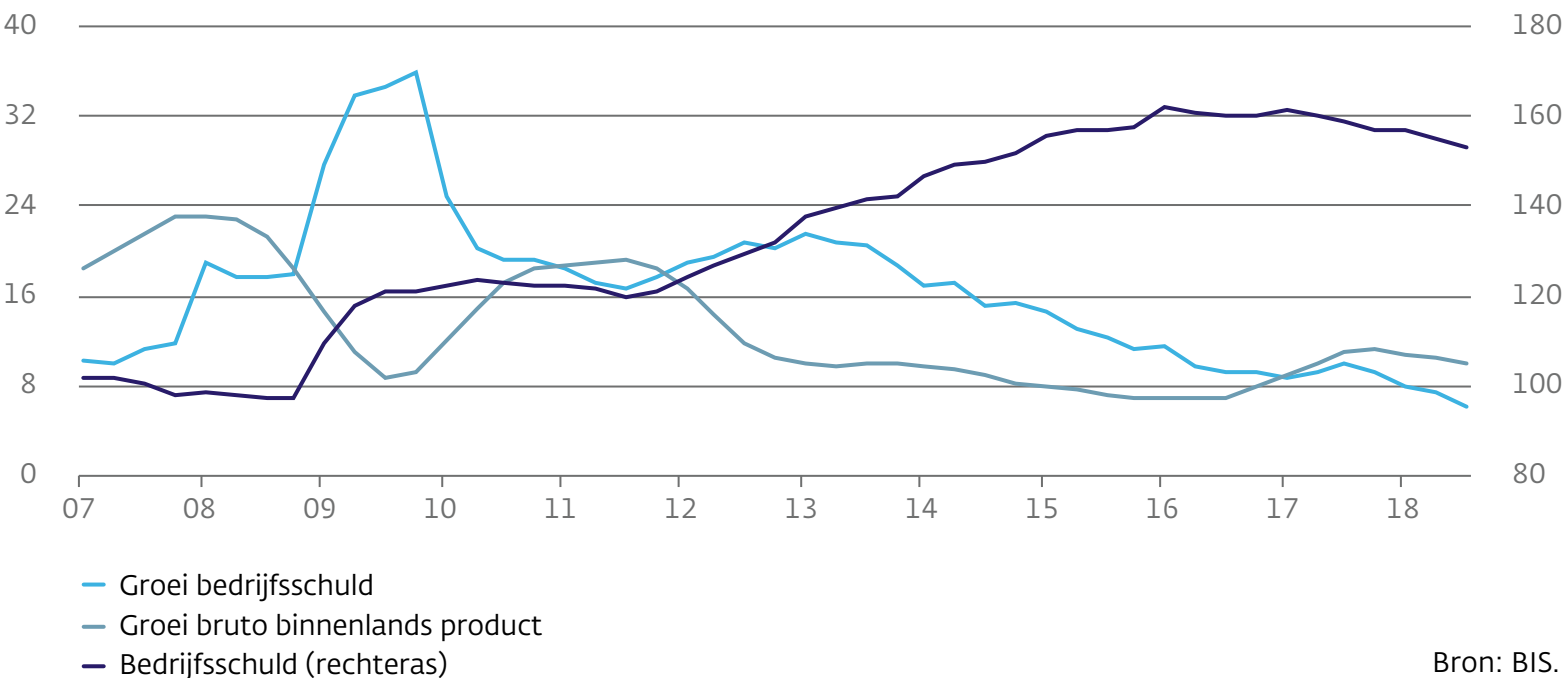
Miljarden USD



Toelichting: Uitgifte-cijfers beschikbaar vanaf 2007.

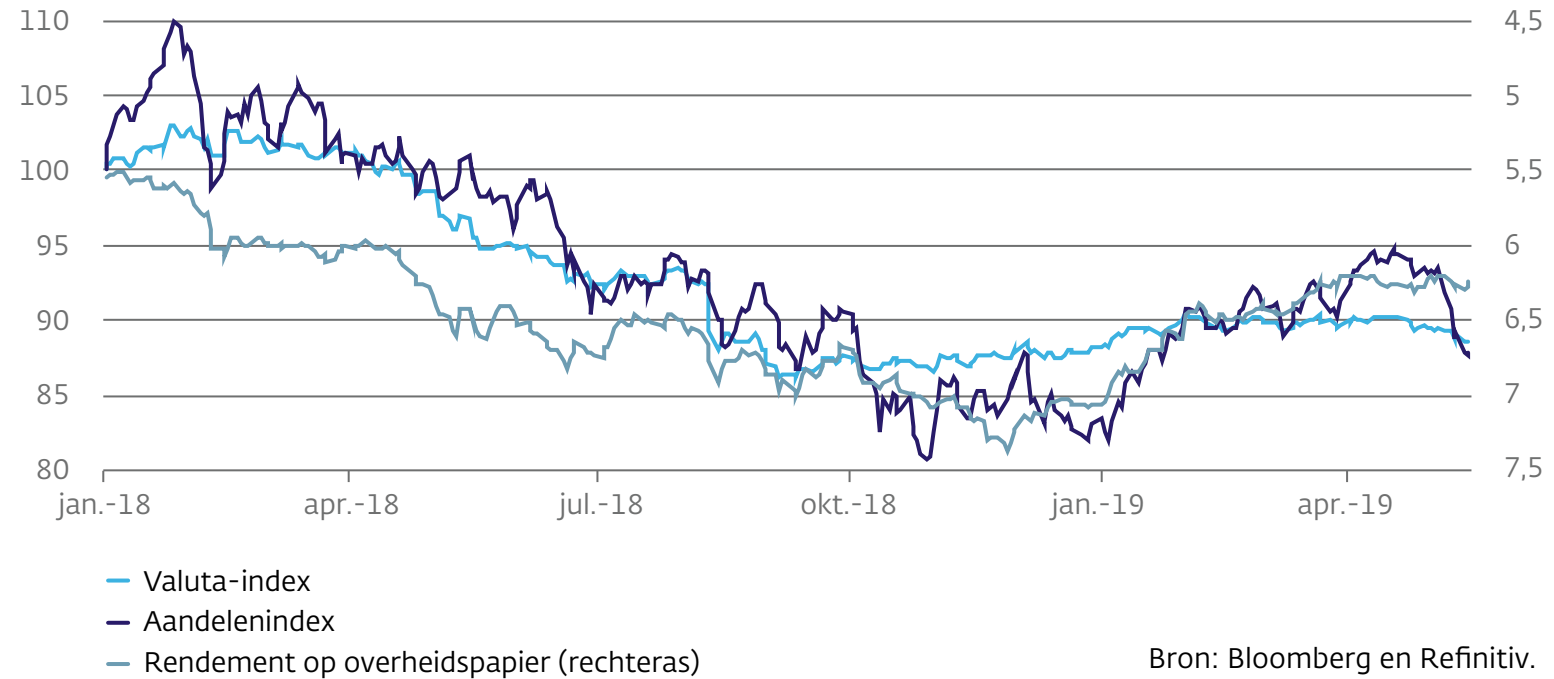
Figuur 9 Bedrijfsschulden in China zijn hoog, maar de groei in de bedrijfsschulden vakt af.

Procenten per jaar; procenten bbp



Figuur 10 Financiële condities in opkomende landen zijn in 2018 fors verkrappt.

Index, 1 januari 2018 = 100; rendement in procenten per jaar (inverse-as)



Toelichting: De valuta-index betreft de valuta-index van JP Morgan voor opkomende landen; de aandelenindex betreft de MSCI-aandelenindex en het effectief rendement is het effectief rendement volgens de obligatie-index voor opkomende landen van JP Morgan (EMBI).

Infrastructurele risico's

- Technologische vernieuwing biedt kansen voor financiële instellingen, maar kan ook risico's met zich meebrengen. Het is van belang de kansen die technologische vernieuwing biedt de ruimte te geven en de risico's zo veel mogelijk te mitigeren, onder andere door adequate financiële wet- en regelgeving en een zorgvuldige implementatie hiervan in het toezicht.
- Aanhoudende digitalisering leidt tot een toegenomen kwetsbaarheid van de financiële sector voor cyberaanvallen. Daar komt nog bij dat de methoden en technieken die tijdens cyberaanvallen worden gebruikt steeds geraffineerder worden. Het is daarom belangrijk dat financiële instellingen voortdurend in hun cyberveerkracht blijven investeren. Daarnaast dient de collectieve cyberveerkracht te worden vergroot. In Nederland is daartoe het TIBER- programma opgezet. Het bereik van dit programma is recentelijk verder vergroot door de grotere instellingen uit de pensioen- en verzekeringssector toe te voegen.
- Centrale tegenpartijen (CCPs) nemen een steeds grotere rol in het financiële stelsel in vanwege de toename van centrale afwikkeling van derivaten door financiële partijen. Vanwege de systeemrelevantie van CCPs is de ontwikkeling van een volledig Europees resolutieregime voor CCPs wenselijk.

Meer weten? Klik op de tabjes.

Infrastructurele risico's: Achtergrond

Fintech

Technologische vernieuwing neemt een hoge vlucht binnen de financiële sector. Innovatieve toepassingen groeien exponentieel, dankzij de grotere beschikbaarheid van data en nieuwe technologieën, zoals *machine learning* en *distributed ledger technology*. Ook de implementatie van PSD2 (de herziene Europese Richtlijn voor betaaldiensten) heeft ruimte gecreëerd voor technologische vernieuwing, doordat de toetredingsbarrières voor nieuwe toetreders op de betaalmarkt zijn verlaagd. Technologische innovatie leidt tot meer concurrentie in de financiële sector, met positieve gevolgen voor onder meer de diversiteit en de productiviteit in de sector en de dienstverlening en keuzemogelijkheden voor consumenten.

Technologische vernieuwing kan echter ook tot risico's voor de financiële stabiliteit leiden. Zo kan de procycliciteit en volatiliteit op financiële markten toenemen en kan de levensvatbaarheid

van de bedrijfsmodellen van traditionele instellingen onder druk komen te staan, doordat nieuwe aanbieders diensten overnemen van traditionele instellingen. Omdat technologische vernieuwing in belangrijke mate leidt tot veranderingen in operationele bedrijfsprocessen, kan technologische vernieuwing ook met grotere operationele risico's gepaard gaan, zoals uitbestedings- en cyberrisico's.

Uitbesteding

Als gevolg van uitbesteding kunnen nieuwe vormen van concentratierisico ontstaan, waarbij derde (ongereguleerde) partijen een systeemrelevante rol gaan vervullen. Wanneer kritische bedrijfsprocessen van financiële instellingen in toenemende mate afhankelijk zijn van (ondersteuning door) derde partijen, en wanneer deze diensten worden verleend door een klein aantal mondiale spelers, zoals het geval is bij *cloud*-oplossingen, dan kunnen deze dienstverleners systeemrelevant worden.

Wanneer de dienstverlening van deze partijen in het gedrang zou komen, kan dit de financiële stabiliteit negatief raken.

Cyberaanvallen

De aanhoudende digitalisering leidt tot een toegenomen kwetsbaarheid van de financiële sector voor cyberaanvallen. De methoden en technieken die geavanceerde hackers gebruiken worden steeds geraffineerder en steeds moeilijker te ontdekken. De aanvallen kunnen verschillende doelen hebben, zoals het stelen van vertrouwelijke informatie en geld of het verstoren van systemen. Zo kunnen *Distributed Denial of Service* (DDoS) aanvallen er bijvoorbeeld voor zorgen dat *online* systemen tijdelijk niet beschikbaar zijn. Langdurige uitval van het betalingssystemen of disruptie van (de dienstverlening van) belangrijke financiële instellingen kan vergaande gevolgen hebben voor het vertrouwen en de financiële stabiliteit. Ook kunnen financiële instellingen indirect worden

Infrastructurele risico's: Achtergrond

geschaad door cyberaanvallen, bijvoorbeeld wanneer zij hierdoor reputatieschade lijden of wanneer de integriteit van data hierdoor ondermijnd wordt.

Centrale tegenpartijen (CCPs)

De rol die CCPs hebben in het financiële stelsel wordt steeds belangrijker. CCPs zijn knooppunten voor het verwerken van grote hoeveelheden internationale financiële transacties. Met de introductie van Europese regelgeving die banken en andere financiële partijen verplicht om bepaalde categorieën *Over-The-Counter* (OTC) derivaten centraal af te wikkelen (EMIR), is de functie die CCPs vervullen belangrijker geworden. Doordat een CCP zich tussen de kopende en verkopende partij plaatst, neemt het tegenpartijrisico voor deze partijen af. CCPs hebben de derivatenmarkten dan ook veiliger gemaakt. De toenemende rol van CCPs gaat echter ook met risico's gepaard. Zo is het concentratierisico van banken door

stijgende uitzettingen op CCPs toegenomen. Bovendien eisen CCPs voor het overnemen van de verplichtingen van beide partijen onderpand. Doordat dit onderpand op marktwaarde wordt gewaardeerd, kunnen partijen in tijden van marktvolatiliteit worden verplicht bij te storten (*margin calls*). Dit kan tot liquiditeitsrisico's leiden en de procycliciteit in het financiële stelsel vergroten.

Meer weten?

- In het [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), Voorjaar 2016 wordt in hoofdstuk 4 ingegaan op de financiële stabiliteitsimplicaties van technologische innovatie.
- In de [Visie op Toezicht 2018-2022](#) wordt toegelicht hoe DNB omgaat met de impact van technologische vernieuwing op de financiële sector en de vertaling hiervan naar het toezicht.
- In de [DNB Visie op Betalen](#) wordt toegelicht hoe DNB zich inzet om de cyberweerbaarheid te versterken en extra aandacht geeft aan CCPs.

Infrastructurele risico's: Beleid

Fintech

DNB wil ruimte geven aan de kansen die technologische vernieuwing biedt. DNB heeft in samenwerking met de AFM een "[InnovationHub](#)" opgezet om vragen over toezicht en bijbehorende regelgeving rondom innovatieve financiële producten en diensten te beantwoorden. Ook biedt DNB "Maatwerk voor innovatie" wanneer bestaande wet- en regelgeving onnodig knellend blijkt. Het streven is innovatie niet onnodig te belemmeren door wet- en regelgeving, maar tegelijkertijd de risico's die ontstaan te mitigeren.

Financiële wet- en regelgeving moet de risico's op adequate wijze ondervangen. DNB voert doorlopend onderzoek uit naar de implicaties van nieuwe technologieën voor de sector, het toezicht en het regelgevend kader. Zo heeft DNB in het afgelopen jaar onder meer onderzoek verricht naar [cryptos](#) en [artificial intelligence](#). Daarnaast draagt DNB op dit vlak bij aan inspanningen van

internationale organisaties als het Bazels Comité en de Europese toezichtsautoriteiten.

Een zorgvuldige implementatie van PSD2 in het toezicht heeft voor DNB hoge prioriteit. Door PSD2 moeten banken op een betrouwbare manier hun betaaldata kunnen ontsluiten aan derde partijen. Daarom zijn de strengere operationele- en beveiligingseisen die PSD2 stelt belangrijk. PSD2 dient op een zorgvuldige wijze in het toezicht te worden geïmplementeerd. Zo besteedt DNB veel aandacht aan de nieuwe eisen bij zowel nieuwe toetreders als bestaande spelers en aan de ontwikkeling van veilige *dedicated interfaces* door banken voor ontsluiting van de betaaldata.

Cyberdreigingen

Financiële instellingen moeten voortdurend investeren in hun digitale weerbaarheid.

Financiële instellingen zijn zelf verantwoordelijk voor de beheersing van ICT-risico's. DNB heeft structureel aandacht voor en inzicht in

de beheersing van informatiebeveiliging in de financiële sector, onder meer door specifieke cyberonderzoeken uit te voeren.

De collectieve cyberveerkracht dient te worden vergroot. De Nederlandse financiële instellingen staan onder aanhoudende druk van geavanceerde en minder geavanceerde aanvalsgroepen. Om de collectieve cyberveerkracht te vergroten heeft DNB samen met de sector het *Threat Intelligence Based Ethical Red Teaming* (TIBER) programma opgezet. In het TIBER-programma worden op basis van de meest actuele dreigingsinformatie aanvallen gesimuleerd op de instellingen van de financiële kerninfrastructuur (zie Nader belicht: [Financiële kerninfrastructuur in Nederland](#)). Recentelijk zijn de grotere kerninstellingen uit de pensioen- en verzekeringssector aan het bereik van het TIBER-programma toegevoegd, zodat ook de cyberveerkracht van deze sector in de praktijk kan worden getest. De uitkomsten van de

Infrastructurele risico's: Beleid

gesimuleerde aanvallen worden gebruikt om kennis te vergroten en te delen om zodoende systemen binnen de gehele financiële sector weerbaarder te maken. Het TIBER-programma krijgt inmiddels in Europa opvolging in TIBER-EU.

Centrale tegenpartijen

De Britse CCPs leveren kritieke clearingdiensten voor de EU. Vanwege het belang van Britse CCPs voor de Europese financiële stabiliteit heeft de Europese Commissie in december besloten om de toegang tot Britse CCPs tijdelijk te waarborgen in het geval van een *no-deal* Brexit. Het recent overeengekomen EMIR2-raamwerk regelt bovendien dat de Europese markttoezichthouder (ESMA) gezamenlijk met de nationale toezichthouders ook na de Brexit grip houdt op de belangrijke CCPs in het Verenigd Koninkrijk.

Meer Europese samenwerking in het toezicht op CCPs is wenselijk. De verantwoordelijkheid voor het toezicht op CCPs ligt grotendeels

bij nationale autoriteiten, wat tot verschillen in toezichtaanpak leidt. EMIR2 doet weinig voorstellen om het toezicht op CCPs uit de EU meer te harmoniseren. Meer Europese samenwerking tussen toezichthouders bevordert het gelijke speelveld en de grip op grensoverschrijdende risico's. De kaders van EMIR2 moeten hiervoor ten volle worden benut.

Vanwege de systeemrelevantie van centrale tegenpartijen is de ontwikkeling van een resolutieregime voor CCPs noodzakelijk.

Eventuele verliezen moeten door de CCP en haar participanten zelf worden opgevangen. In het zeer uitzonderlijke geval dat deze maatregelen ontoereikend zijn, moet de mogelijkheid bestaan over te gaan tot resolutie. Daarvoor is een resolutieregime noodzakelijk. Op basis van internationale afspraken en toekomstige Europese wetgeving zal in Nederland een nationale CCP-resolutieautoriteit worden opgericht. Gezien het grensoverschrijdende

karakter van CCPs zet DNB zich in voor een volledig Europees resolutieregime op den duur. Om de weerbaarheid van Europese CCPs te testen, voert de ESMA dit jaar een Europese stresstest uit.

Infrastructurele risico's: Beleid

Nader belicht: Financiële kerninfrastructuur in Nederland

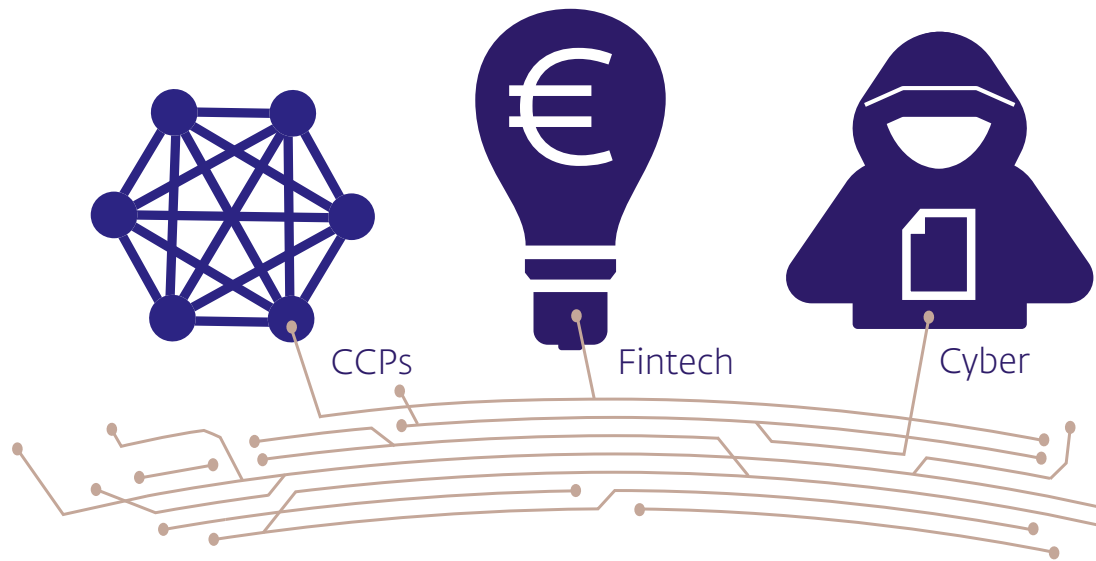
Infrastructurele risico's kunnen ook betrekking hebben op bepaalde processen in het betalings- en effectenverkeer, die vitaal zijn voor de samenleving. Uitval of verstoring van deze processen leidt tot ernstige maatschappelijke ontwrichting en/of grote economische schade en kan een bedreiging vormen voor de financiële stabiliteit.

Om deze risico's te beperken wordt in Nederland momenteel de financiële kerninfrastructuur herijkt. De financiële kerninfrastructuur (FKI) is een groep van financiële instellingen en markt-infrastructuren die van essentieel belang zijn voor het Nederlandse betalings- en effectenverkeer. Te denken valt aan aanbieders van en deelnemers aan beurs- en handelsplatformen, *clearing* en *settlement* systemen. Of een instelling tot de FKI behoort wordt door DNB vastgesteld op basis van criteria, na afstemming met de AFM en het Ministerie van Financiën. Instellingen of systemen die onder de FKI vallen moeten operationeel zeer betrouwbaar zijn en specifiek de continuïteit van betaal- en effectenafwikkelprocessen kunnen waarborgen. DNB houdt hier samen met de AFM toezicht en *oversight* op.

Meer weten?

- Zie de [Factsheet](#) over de Financiële kerninfrastructuur op dnb.nl.

Infrastructurele risico's: Cijfers



CCPs

Omvang OTC-derivatenmarkt eind 2018:

- **USD 544 biljoen** (in onderliggende waarde)
- **USD 9,7 biljoen** (in marktwaarde)

Fintech

Wereldwijde investeringen:

- **USD 112 miljard** (in 2018)
- **USD 51 miljard** (in 2017)

Cyber

- **EUR 10 miljard**: de geschatte schade aan de Nederlandse economie door cybercrime
- **USD 124 miljard**: de verwachte wereldwijde omzet aan cyberbeveiliging in 2019

Bronnen: BIS (OTC-derivatenmarkt), KPMG (Fintech), Deloitte (schade NL economie), Gartner (omzet cyberbeveiliging).

Klimaat- en energietransitierisico's

- Bij de omschakeling naar een klimaatneutrale economie kunnen risico's ontstaan voor financiële instellingen en voor de financiële stabiliteit. Anderzijds kunnen er ook fysieke risico's optreden door klimaatverandering.
- Een tijdige beleidsrespons en heldere en betrouwbare transitiepaden zijn cruciaal voor de financiële stabiliteit. Deze zullen de financiële sector in staat stellen om passende maatregelen te nemen, door de voorziene effecten van duurzaamheidsbeleid mee te nemen in krediet- en investeringsbeslissingen. Om dit te bereiken, is internationale samenwerking nodig.
- DNB heeft een macroprudentiële stresstest uitgevoerd en integreert klimaat- en energietransitierisico's momenteel in het dagelijkse toezicht.



Meer weten? Klik op de tabjes.

Klimaat- en energietransitierisico's: Achtergrond

De impact van klimaatverandering en de energietransitie op de financiële sector is veelzijdig. Aan de ene kant kan de financiële sector gevolgen ondervinden van de transitie naar een klimaatneutrale economie. In het klimaatakkoord van Parijs hebben circa 200 landen afgesproken om de opwarming van de aarde te beperken tot ruim onder de twee graden. Deze afspraken vereisen een transitie naar een energievoorziening met een veel lagere uitstoot van broeikasgassen. Als deze energietransitie met abrupte schokken gepaard gaat, kan dit de financiële stabiliteit raken. Aan de andere kant kunnen financiële instellingen ook geraakt worden door de fysieke gevolgen van klimaatverandering. Als gevolg van klimaatverandering nemen naar verwachting de frequentie en omvang van natuurrampen toe. Met name voor schadeverzekeraars ontstaan hierdoor risico's.

Energietransitie

Een abrupte energietransitie kan leiden tot stevige verliezen voor de financiële sector. In 2018 heeft DNB de mogelijke gevolgen van een disruptieve energietransitie voor de Nederlandse financiële sector in kaart gebracht met behulp van een stresstest. Uit een verkenning van vier stress-scenario's blijkt dat het verlies op activaposities in sommige gevallen op kan lopen tot 3% van de activa van banken en ruim 10% van de activa van institutionele beleggers. Het negatieve effect op solvabiliteitsratio's en dekkingsgraden in deze scenario's wordt deels gecompenseerd door een daling van de marktwaarde van de verplichtingen, vanwege stijgende rentes. Een belangrijk inzicht is dat de verliezen zich niet alleen in de CO₂-intensieve sectoren materialiseren. Verliezen in de CO₂-intensieve bedrijfstakken hebben via de productieketens invloed op andere sectoren en daarmee op de economie als geheel.

“Als de energietransitie gepaard gaat met abrupte schokken, kan dit de financiële stabiliteit raken.”

Financiële instellingen tonen ambities op het gebied van duurzaamheid, maar lopen reputatierisico's wanneer zij de gewekte verwachtingen niet kunnen nakomen. Uit DNB-onderzoek waarbij 25 grote en middelgrote financiële instellingen zijn ondervraagd, blijkt dat al deze financiële instellingen duurzaamheidsbeleid formuleren. Deze duurzaamheidsambities worden echter door de meeste instellingen nog niet volwaardig geïntegreerd in de bedrijfsvoering. Duidelijke indicatoren en doelstellingen op het gebied van duurzaamheidsbeleid ontbreken bijvoorbeeld bij bijna tweederde van deze

Klimaat- en energietransitierisico's: Achtergrond

financiële instellingen. Ook houdt het overgrote deel van de instellingen niet bij of zij hun ambities hebben gerealiseerd.

Mede vanwege nieuwe duurzaamheids-wetgeving kunnen er risico's ontstaan voor vastgoedfinanciers. In 2023 moeten alle kantoren groter dan 100m² minimaal energielabel C hebben. Als een pand niet aan deze eis voldoet, dan mag het per 1 januari 2023 niet meer als kantoor gebruikt worden. De vraag naar niet-duurzaam vastgoed zal hierdoor afnemen. Dit heeft gevolgen voor financiers van commercieel vastgoed (zie [commercieel vastgoed](#)).

Klimaatverandering

Door klimaatverandering krijgen schade-verzekeraars mogelijk te maken met hoger dan verwachte klimaatgerelateerde schadelasten. Schadeverzekeraars maken gebruik van geavanceerde catastrofemodellen om de kans op extreem weer in te schatten. Deze modellen houden doorgaans niet expliciet rekening met Nederlandse klimaatveranderingstrends. Dit

kan leiden tot een onderschatting van de te verwachten schadelast, wat de resultaten van schadeverzekeraars negatief kan beïnvloeden. Vooralsnog lijken Nederlandse verzekeraars relatief goed bestand tegen natuurrampen. Dit werd onlangs nog eens bevestigd door EIOPA, de Europese toezichthouder voor verzekeraars en pensioenfondsen, die in 2018 de gevolgen van verschillende natuurrampscenari's heeft geanalyseerd in haar [stresstest](#). Verzekeraars hebben een relatief goede kapitaalpositie en verkleinen risico's door gebruik te maken van herverzekeraars.

Een overstroming binnen Nederland kan leiden tot hoge schadelasten voor financiële instellingen. De kans op een overstroming in Nederland is weliswaar erg klein, maar de mogelijke gevolgen zijn groot. De schade, die vaak niet verzekerd wordt en slechts deels kan worden opgevangen door de overheid, kan oplopen tot 60 miljard euro. Het gaat dan om een scenario dat volgens de kansverdeling ongeveer eens in de 200 tot 1000 jaar kan voorkomen. De schade

kan ook deels bij financiële instellingen terecht komen. Zij kunnen bijvoorbeeld te maken krijgen met schade aan onderpand, met kredietverliezen op hypotheek, commercieel vastgoed- en MKB-leningen tot gevolg. Ook kunnen ze geraakt worden door een afwaardering van Nederlandse staatsobligaties of verslechterende economische omstandigheden als gevolg van een overstroming.

Meer weten?

- Begin 2019 onderzocht DNB of instellingen [duurzaamheidsambities](#) integreren in de bedrijfsvoering.
- In het [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), Najaar 2018 wordt in hoofdstuk 4 ingegaan op de financiële stabiliteitsrisico's van een disruptieve energietransitie.
- In 2017 heeft DNB klimaatgerelateerde financiële risico's voor instellingen in [kaart](#) gebracht.
- DNB heeft in 2017 bovendien een klimaat-gerelateerde [stresstest](#) bij schadeverzekeraars uitgevoerd.

Klimaat- en energietransitierisico's: Beleid

Een tijdige beleidsrespons en heldere en betrouwbare transitiepaden zijn cruciaal voor de financiële stabiliteit. Als nadere invulling van het klimaatakkoord van Parijs is in Nederland vorig jaar een voorstel voor een Klimaatwet gepresenteerd en een concept klimaatakkoord gesloten. In juni zal het definitieve Klimaatakkoord worden gepresenteerd. Concrete vervolgacties verkleinen het risico op abrupte maatregelen in de toekomst en zullen de financiële sector in staat stellen om op tijd passende maatregelen te nemen door de voorziene effecten van duurzaamheidsbeleid mee te nemen in krediet- en investeringsbeslissingen. Om dit te bereiken, is internationale samenwerking nodig.

Op verduurzaming gerichte hypothecaire kredietverlening dient verantwoord te zijn. De financiering van woningverduurzaming moet

consistent zijn met de geldende hypothecaire leennormen, en er dienen voldoende waarborgen te zijn dat de veronderstelde energiebesparing daadwerkelijk wordt gerealiseerd. Het verkrappen van leennormen voor woningen die erg onzuinig zijn, zou de prikkel tot verduurzaming versterken. De energiezuinigheid van de woning wordt dan immers beter gereflecteerd in de waarde ervan.

Financiële instellingen dienen de mogelijke implicaties van relevante klimaatscenario's in kaart te brengen en transitierisico's mee te nemen in hun risicomanagement. Zij dienen daartoe relevante en voorhanden zijnde data te ontsluiten om risico's beter te kunnen beoordelen, zoals de energielabels van onderpand van hypotheek en commercieel vastgoedleningen. Ook dienen schadeverzekeraars in de risico-modellering méér rekening houden met

klimaatverandering, in samenwerking met externe modelleerpartijen.

Het Network for Greening the Financial System (NGFS) roept centrale banken, toezichthouders en andere stakeholders op het financiële systeem te verduurzamen. Om de rol van de financiële sector bij het bereiken van de doelstellingen van het klimaatakkoord van Parijs te faciliteren, heeft het NGFS zes concrete aanbevelingen gedaan.

DNB verankert klimaat- en energietransitierisico's in haar toezicht en verwacht dat financiële instellingen tijdig anticiperen op veranderingen die op ze afkomen. Doel is dat zij inzicht hebben in de impact van klimaat- en energietransitierisico's op hun korte- en lange termijn soliditeit en, waar nodig, maatregelen nemen om deze risico's te beheersen.

Klimaat- en energietransitierisico's: Beleid

In 2018 heeft DNB in kaart gebracht hoe klimaatrisico's beter geïntegreerd kunnen worden in haar toezichtsmethodologie; de aanbevelingen uit dit onderzoek worden in 2019 uitgerold. Hierbij ligt de focus op de *self-assessments* die financiële instellingen uitvoeren als onderdeel van hun (jaarlijkse) beoordelings- en evaluatieprocessen. In dat kader vraagt DNB instellingen expliciet om de effecten van klimaatrisico's in kaart te brengen en aan te geven hoe ze deze beheersen. DNB heeft eerder al onderzocht hoe groot de blootstellingen van de Nederlandse financiële sector aan CO₂-intensieve sectoren zijn ([figuur 11](#)).

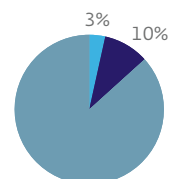
In 2019 is DNB van plan een vervolganalyse uit te voeren naar de blootstelling aan deze sectoren en vastgoed met een voor de klimaatafspraken ontoereikend energielabel. Ook betreft DNB duurzaamheid in *on-site* onderzoeken bij banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Daarnaast blijft DNB de energietransitie-stresstestmethodologie verder ontwikkelen, en zet DNB zich ervoor in dat dit soort stresstesten ook internationaal worden toegepast.

Klimaat- en energietransitierisico's: Cijfers

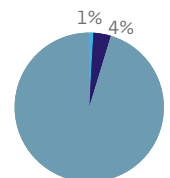
Figuur 11 Financiële instellingen hebben significante blootstellingen aan CO₂-intensieve sectoren.

Blootstellingen aan CO₂-intensieve sectoren als percentage van de geanalyseerde activa

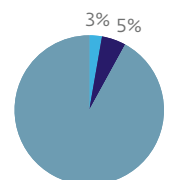
Banken
EUR 970 mrd



Verzekeraars
EUR 219 mrd

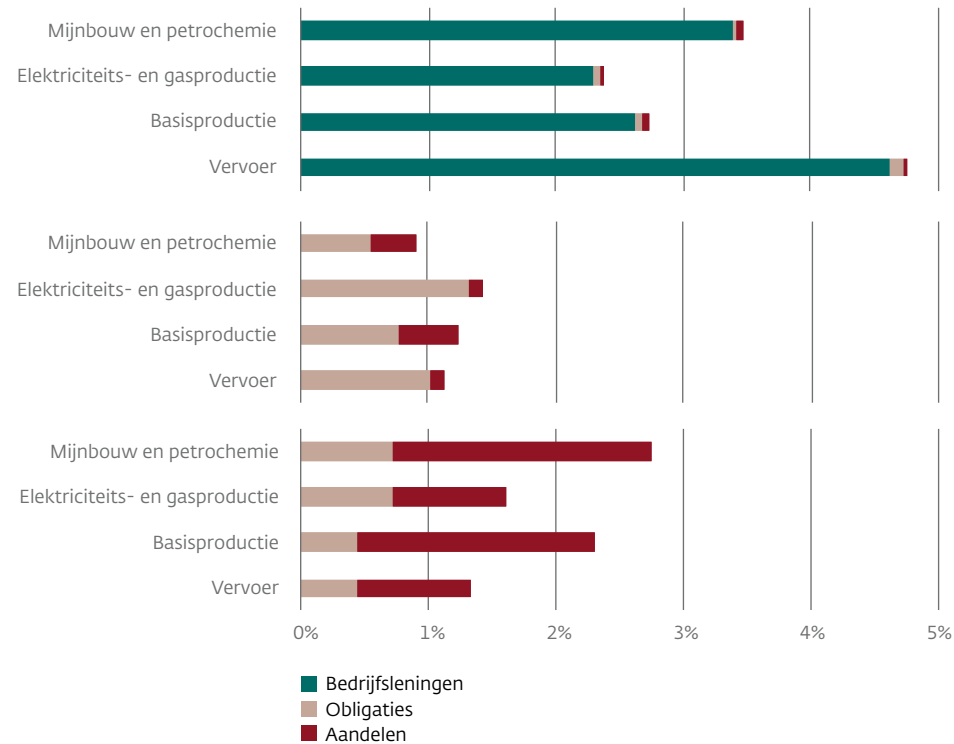


Pensioenfondsen
EUR 1,067 mrd



■ Mijnbouw en petrochemie
■ Overig CO₂-intensief
■ Niet CO₂-intensief

Blootstellingen uitgesplitst naar financiële sector en activaklasse



Bron: *An energy transition risk stress test for the financial system of the Netherlands*, DNB Occasional Study 16-7, 2018.

Toelichting: Getoond zijn de uitzettingen in het vierde kwartaal van 2017.

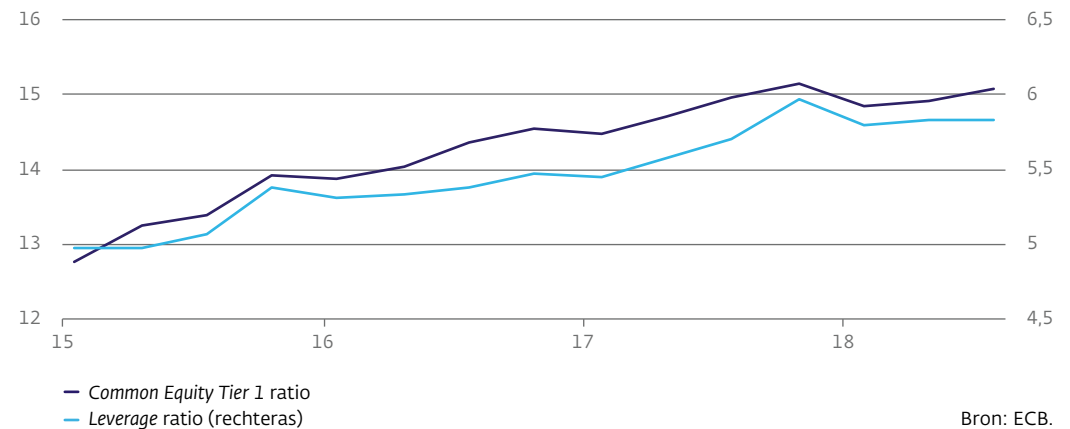
Staat Europese banken

- Hoewel de kapitaalpositie van de Europese bankensector als geheel in de afgelopen jaren is verbeterd (figuur 12), blijft een deel van de Europese bankensector met een lage winstgevendheid kampen. De verslechterde macro-economische vooruitzichten kunnen bovendien de toekomstige winstgevendheid onder druk zetten.
- De negatieve wisselwerking tussen banken en overheden kan opnieuw gaan opspelen; het is van belang deze verder te verbreken.
- Om dit te bereiken is het belangrijk dat zwakke banken hun balansen versterken en overheden met hoge schulden hun schulden omlaag brengen. Daarnaast kunnen banken minder kwetsbaar worden voor problemen bij de eigen overheid door het uitfaseren van de huidige voorkeursbehandeling van overheidsschuld in het kapitaalraamwerk van banken. Tot slot is het noodzakelijk de Europese bankenunie te voltooien.

Meer weten? Klik op de tabjes.

Figuur 12 Kapitaalpositie Europese banken is de afgelopen jaren verbeterd.

Procenten risicogewogen activa; totale uitzettingen



Risicobeeld

Risicokaart

Staat Europese banken: Achtergrond

Financiële soliditeit

In de afgelopen jaren is de Europese bankensector weerbaarder geworden.

Gemiddeld gezien hebben Europese banken hun kapitaalpositie de afgelopen jaren flink verbeterd (figuur 12). De gemiddelde kapitaalratio (CET1) van Europese banken nam met ruim 2 procentpunten toe tussen 2015 en 2018. Deze verbetering in de kapitaalratio komt deels door het vergroten van het eigen vermogen en deels door de daling van de risicogewogen activa (figuur 13). Ook is de kwaliteit van de leningportefuille van Europese banken in de afgelopen jaren flink verbeterd: in het derde kwartaal van 2018 bedroeg het aandeel probleemleningen ten opzichte van de totale leningen in het eurogebied gemiddeld 3,4%. Ter vergelijking: in 2015 bedroeg het percentage probleemleningen nog gemiddeld 6%. Wettelijke liquiditeitsratio's bevinden zich op gezondere niveaus dan een aantal jaren geleden, terwijl de sector als geheel ook voortgang boekt in het

“De winstgevendheid staat in een deel van de Europese bankensector onder druk.”

opbouwen van vermogen waarmee verliezen kunnen worden gedragen. Zo is dankzij hogere kapitaalbuffers en het nieuwe resolutieraamwerk het verliesabsorberend vermogen toegenomen van 7% naar 12% van de totale activa (ECB, 2019).

Een deel van de Europese bankensector staat er echter beduidend minder positief voor. In een aantal Europese landen staat de winstgevendheid van de bankensector behoorlijk onder druk, o.a. door overcapaciteit en hoge operationele kosten. Zo bedroeg het gemiddelde rendement op het eigen vermogen in 2018 in het eurogebied zo'n 6,7%, maar lagen de rendementen van Griekse, Portugese, en Duitse banken hier ver

onder (figuur 14). In Griekenland, Cyprus, Italië en Portugal hebben banken bovendien nog steeds een grote voorraad problemleningen op hun balansen (figuur 15).

Vooral Italiaanse en Spaanse banken zijn nog steeds erg afhankelijk van centrale bankfinanciering. Om de kredietverlening aan de niet-financiële private sector te ondersteunen, heeft de ECB een tweetal gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (*Targeted Longer Term Refinancing Operations* (TLTROs)) uitgevoerd. Hierdoor konden banken bij het Eurosysteem lenen tegen een tarief van 0% tot -0,4%. Vooral Italiaanse en Spaanse banken zijn erg afhankelijk van centrale bankfinanciering. Zo bedraagt het gemiddelde aandeel centrale bankfinanciering bij de banken van deze landen bijna 8% van hun totale verplichtingen. Dit maakt deze banken kwetsbaar voor het aflopen van deze vorm van financiering. In maart van dit jaar heeft de ECB een derde ronde TLTRO's afgekondigd, al

Staat Europese banken: Achtergrond

zijn de condities wel wat aangescherpt ten opzichte van de eerdere rondes. Hoewel de herfinancieringsrisico's voor banken op de korte termijn hierdoor zijn afgenomen, neemt deze nieuwe ronde niet weg dat banken moeten toewerken naar een situatie waarin centralebankfinanciering kan worden vervangen door marktfinanciering.

In kwetsbare landen kan de negatieve wisselwerking tussen banken en overheden opnieuw gaan opspelen. Met name in Italië, Portugal, Slovenië, Slowakije en Spanje leunen overheden nog steeds sterk op de eigen bankensector voor de financiering van hun overheidsschuld (figuur 16). Wanneer de rentes sterk oplopen of de groei ernstig vertraagt, kan dat doorwerken naar de financiële sector, via verliezen op de beleggingsportefeuilles van het bankwezen.

Omdat een verslechterd risicoprofiel van banken tot hogere risicopremies op overheidsschuld kan leiden, kan in deze landen de negatieve wisselwerking ("nexus") tussen banken en overheden weer gaan opspelen.

Integriteit

In 2018 kwamen bij financiële instellingen verschillende tekortkomingen op het gebied van het voorkomen van financieel-economische criminaliteit binnen (en buiten) Europa aan het licht. Bij financieel-economische criminaliteit worden financiële instellingen (banken maar ook trustkantoren of *money transfer* kantoren) gebruikt of misbruikt voor criminele doelen, zoals witwassen, corruptie, financiering van terrorisme en het niet naleven van sanctiewetgeving.

De afgelopen jaren kregen verschillende Europese banken (soms hoge) boetes, schikkingen en andere maatregelen opgelegd vanwege het onvoldoende bestrijden van deze vorm van criminaliteit. Financieel-economische criminaliteit heeft invloed op de maatschappelijke veiligheid en is erg schadelijk voor het vertrouwen in de financiële sector. Daarnaast beïnvloeden deze boetes en schikkingen de financiële resultaten van overtreeders negatief en staan deze daarmee het verder versterken van buffers van deze financiële instellingen in de weg.

Meer weten?

- In het [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), Najaar 2017 wordt de wisselwerking tussen banken en overheden nader belicht.

Risicobeeld

Risicokaart

Staat Europese banken: Beleid

Financiële soliditeit

Europese banken moeten rekening houden met de hogere kapitaalseisen die zijn vastgesteld in het Bazel 3.5-akkoord. Na de financiële crisis werden in het zogenoemde Bazel III-akkoord van 2010 nieuwe afspraken gemaakt over een algehele verhoging van omvang en kwaliteit van het kapitaal dat banken moeten aanhouden. Al snel bleek een aanvulling wenselijk, omdat tekortkomingen werden geconstateerd in de berekeningsmethode voor de risicogewogen activa. Met het nieuwe Bazelse akkoord (Bazel 3.5) worden de risicogewichten die banken zelf mogen hanteren sterker gereguleerd. Hierdoor komt er meer eenheid in de manier waarop banken hun kapitaalbuffers berekenen. Dit draagt bij aan het vertrouwen in de risicogewogen kapitaalratio's van banken als indicator voor de kredietwaardigheid van banken. De nieuwe eisen worden geleidelijk van kracht gedurende een ruime transitieperiode (2022-2027).

Zwakke Europese banken dienen hun balansen verder te versterken en hun winstgevendheid te herstellen. Banken kunnen dit doen door hun voorraad probleemleningen verder terug te brengen, kosten te besparen en te diversifiëren in inkomstenbronnen. Vooral in landen met een gefragmenteerde bankensector zou consolidatie voor kleine en middelgrote banken de soliditeit van het bankwezen kunnen bevorderen.

Om de negatieve wisselwerking tussen banken en overheden verder te verbreken, moeten bankbalansen minder kwetsbaar worden voor problemen bij de eigen overheid. Omdat staatsschuld niet risicovrij is, is het wenselijk de voorkeursbehandeling voor staatsschuld af te bouwen. Door banken kapitaal te laten aanhouden voor het kredietrisico dat zij lopen op staatsschuld, verbeteren de prikkels voor banken en de allocatie van kapitaal. Ook concentratielimieten kunnen de uitzettingen van banken op de overheid beperken.

De Europese bankenunie dient te worden versterkt. Door het prudentiële toezicht en de omgang met falende banken op Europees niveau te beleggen is de kans verkleind dat problemen in de nationale bankensector leiden tot problemen in de overheidsfinanciën. Ook positief is dat het Europese resolutiekader verder is verstevigd en dat er een akkoord is bereikt over de herziening van de *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD2). Echter, op het gebied van de totstandkoming van een Europees depositogarantiestelsel wordt slechts beperkt vooruitgang geboekt.

Integriteit

Financiële instellingen hebben primair zelf de verantwoordelijkheid voor het beheersen van het risico op betrokkenheid bij financieel-economische criminaliteit. Financiële instellingen vervullen een sleutelrol bij het voorkomen van financieel-economische criminaliteit: de zogenaamde poortwachtersfunctie.

Risicobeeld

Risicokaart

Staat Europese banken: Beleid

Van financiële instellingen wordt verwacht dat zij criminelen weren uit het financiële systeem. Instellingen dienen daarom een geschikt klimaat te creëren voor de beheersing van integriteitsrisico's, adequate procedures en systemen te hebben en bestuurders dienen zich persoonlijk te committeren aan het voorkomen van betrokkenheid bij financieel-economische criminaliteit. Het verbeteren van de bedrijfsvoering op dit punt vereist aanzienlijke investeringen van de banken, in onder meer het monitoren van transacties.

Het is van belang het (Europese) integriteitstoezicht verder te versterken.

Financieel-economische criminaliteit is veelal grensoverschrijdend en heeft daarom een internationaal gecoördineerde aanpak nodig.

Er zijn Europese richtlijnen, maar verschillen tussen landen in het interpreteren van deze richtlijnen en in de handhaving blijven bestaan (zowel qua toezichtsaanpak als ten aanzien van bijvoorbeeld mankracht). De Europese Commissie heeft in het najaar van 2018 voorstellen gedaan om de Europese samenwerking bij het voorkomen van witwassen en terrorismefinanciering te versterken, door meer bevoegdheden te verstrekken aan de Europese Bankautoriteit (EBA). Dit is een goede opmaat naar een geharmoniseerde Europese toezichtaanpak. Ondertussen blijft ook een strenge nationale aanpak van betrokkenheid bij dergelijke criminaliteit van belang, zowel door toezichthouders als andere overheidsinstanties (zie Nader belicht: De aanpak van financieel-economische criminaliteit in Nederland).

Risicobeeld

Risicokaart

Staat Europese banken: Beleid

Nader belicht: De aanpak van financieel-economische criminaliteit binnen Nederland

Wet- en regelgeving legt belangrijke verplichtingen op aan financiële instellingen ten aanzien van het bestrijden van financieel-economische criminaliteit.

In Nederland is de integriteitswet- en regelgeving neergelegd in diverse wetten: de Nederlandse Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft), de Wet op het Financieel toezicht (Wft), de Pensioenwet (Pw), de Wet toezicht trustkantoren (Wtt) en de Sanctiewet (Sw). De bestaande wet- en regelgeving wordt voortdurend aangescherpt. Zo is op 25 juli 2018 de vierde anti-witwasrichtlijn geïmplementeerd in Wwft. Hiermee zijn de eisen aan het anti-witwasbeleid aangescherpt, de maximaal op te leggen boetes verhoogd en moeten toezichthouders opgelegde bestuurlijke sancties publiceren.

Op 1 januari 2019 is ook de herziene Wet Toezicht Trustkantoren in werking getreden, waardoor ook trustkantoren aan scherpere eisen onderhevig zijn.

Integriteitstoezicht is een belangrijk onderdeel van het toezicht dat DNB uitvoert.

Door onder meer instelling-specifieke en thematische onderzoeken stelt DNB vast of financiële instellingen de geldende normen naleven. Bij overtredingen van de wet treedt DNB handhavend op. Zo kan DNB met formele maatregelen financiële instellingen ertoe bewegen dat zij structurele verbeteringen doorvoeren in hun rol als poortwachter. Dit doet DNB niet alleen, maar ook via het Financieel Expertise Centrum (FEC), waarin instanties binnen Nederland samenwerken om de integriteit

in de financiële sector te versterken. In het FEC-verband wordt onder meer informatie uitgewisseld, kennis overgedragen en gezamenlijke projecten uitgevoerd om de integriteit van de financiële sector te versterken.

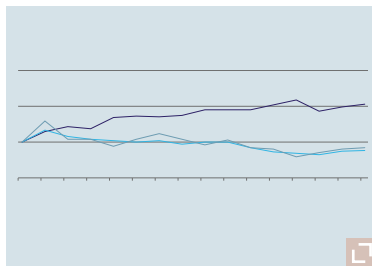
Meer weten?

- In het [DNB Jaarverslag 2018](#) wordt ingegaan op de aanpak van financieel-economische criminaliteit.
- Streng zijn op financieel-economische criminaliteit is ook een van de drie speerpunten van de in 2018 gepubliceerde [Visie op Toezicht 2018-2022](#). Hierin zet DNB de koers uit voor het toezicht voor de komende jaren.

Risicobeeld

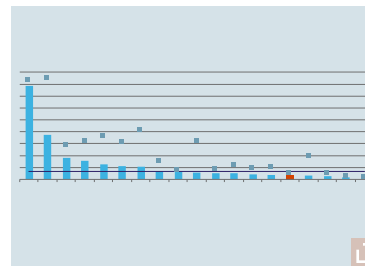
Risicokaart

Staat Europese banken: Cijfers



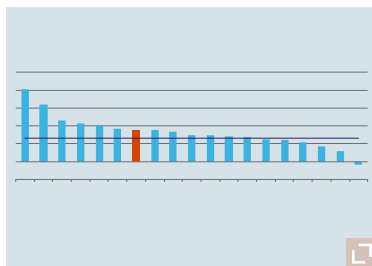
Verbetering kapitaalratio komt door stijging eigen vermogen en daling risicogewogen activa.

Bekijk figuur 13 →



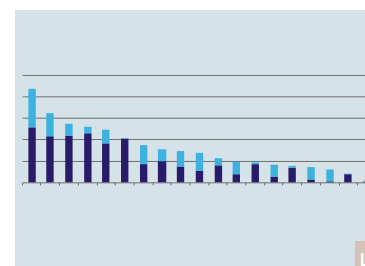
Percentage problemleningen in een aantal kwetsbare landen nog erg hoog.

Bekijk figuur 15 →



Rendement op eigen vermogen varieert behoorlijk tussen landen.

Bekijk figuur 14 →

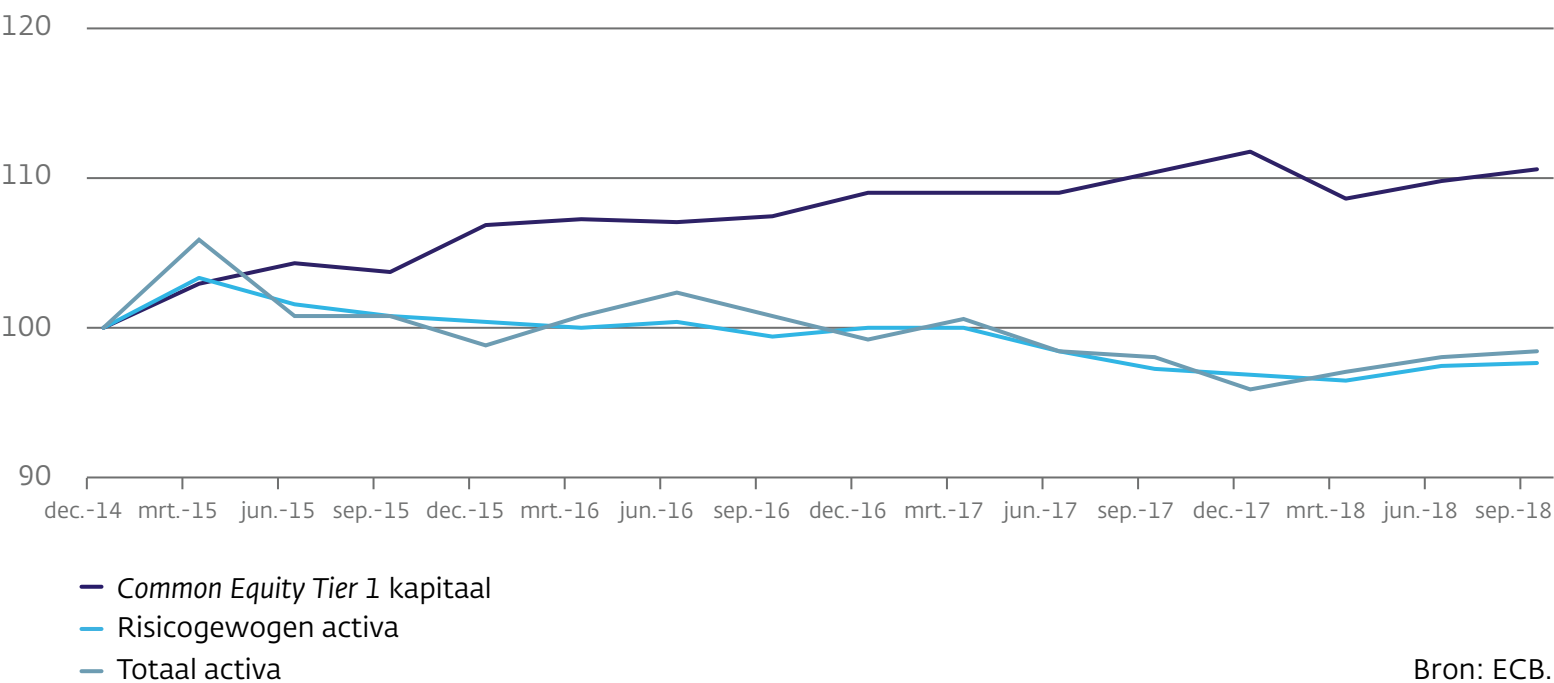


In een aantal landen hebben banken grote uitbetalingen op hun eigen overheid.

Bekijk figuur 16 →

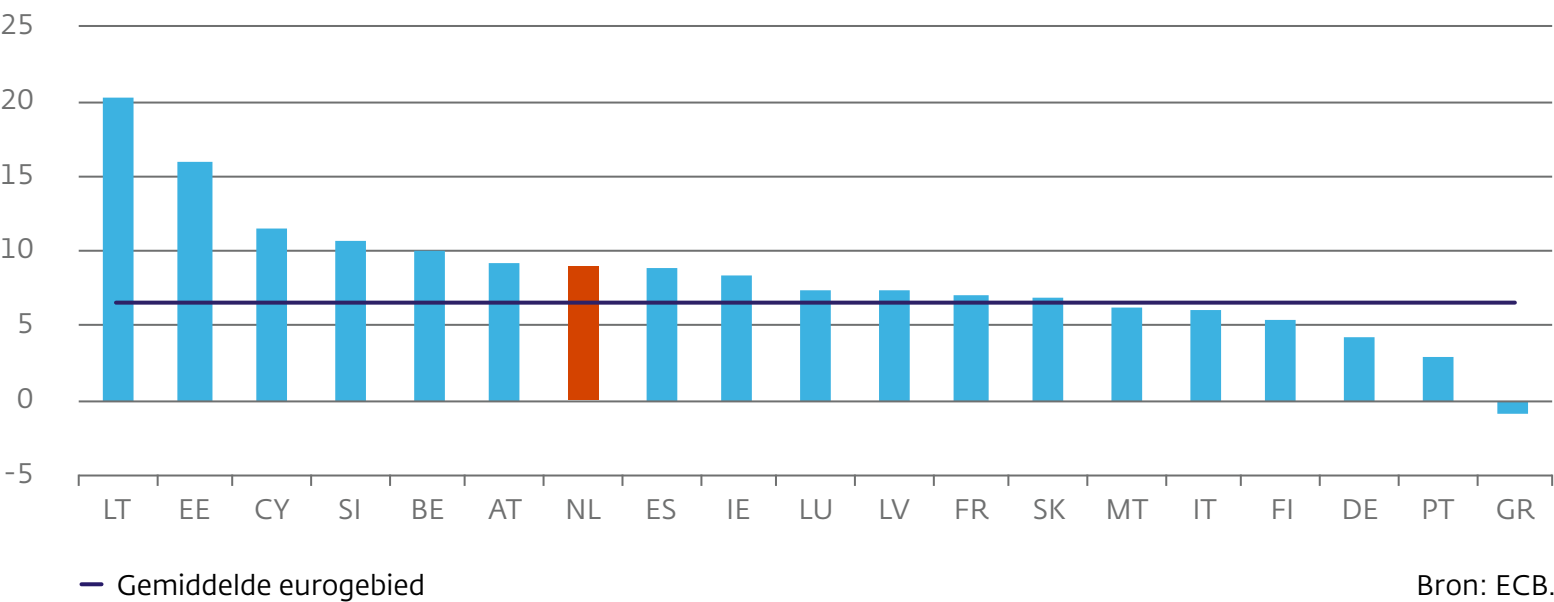
Figuur 13 Verbetering kapitaalratio komt door stijging eigen vermogen en daling risicogewogen activa.

Index, ultimo 2014=100



Figuur 14 Rendement eigen vermogen varieert behoorlijk tussen landen.

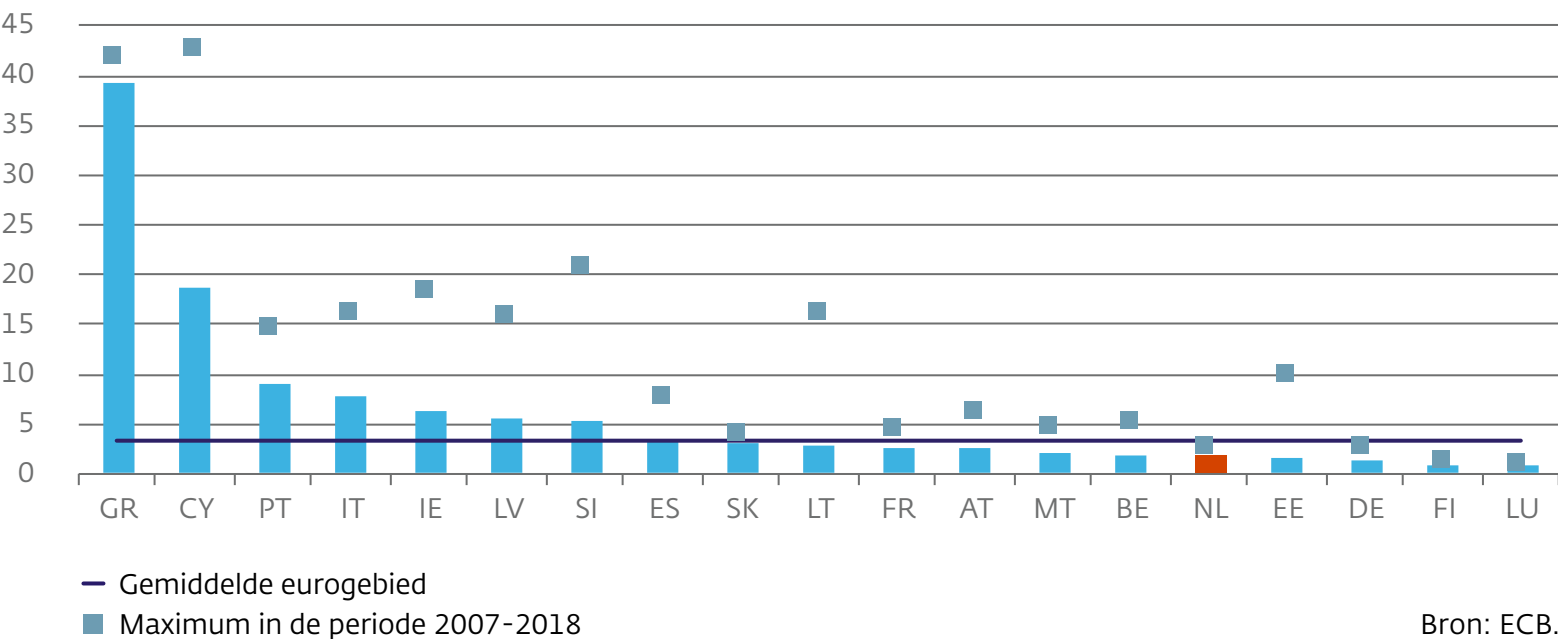
Procenten eigen vermogen, 2018-I t/m III geannualiseerd



Bron: ECB.

Figuur 15 Percentage problemleningen in een aantal kwetsbare Europese landen nog erg hoog.

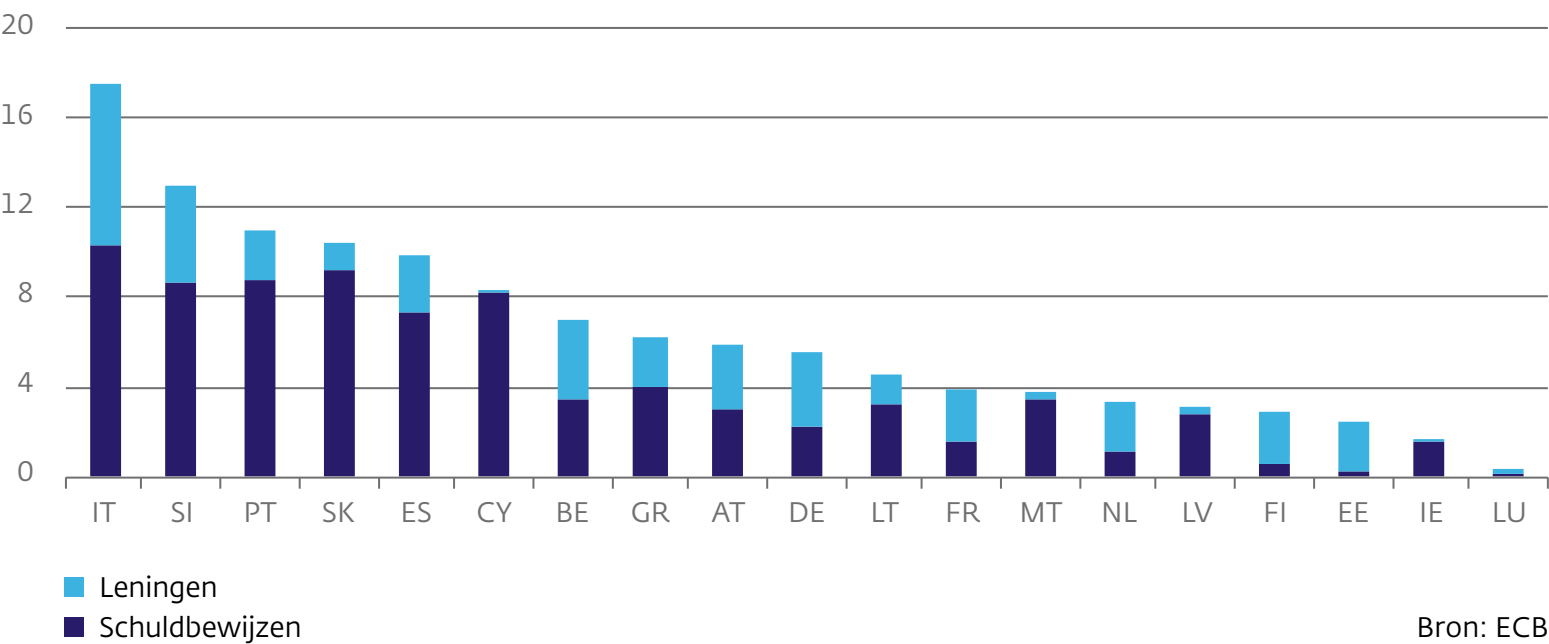
Niet presterende schuldinstrumenten in procenten van het totaal aan schuldinstrumenten per 2018-III



Bron: ECB.

Figuur 16 In een aantal Europese landen hebben banken grote uitzettingen op hun eigen overheid.

Procenten van het balanstotaal, 2018-IV



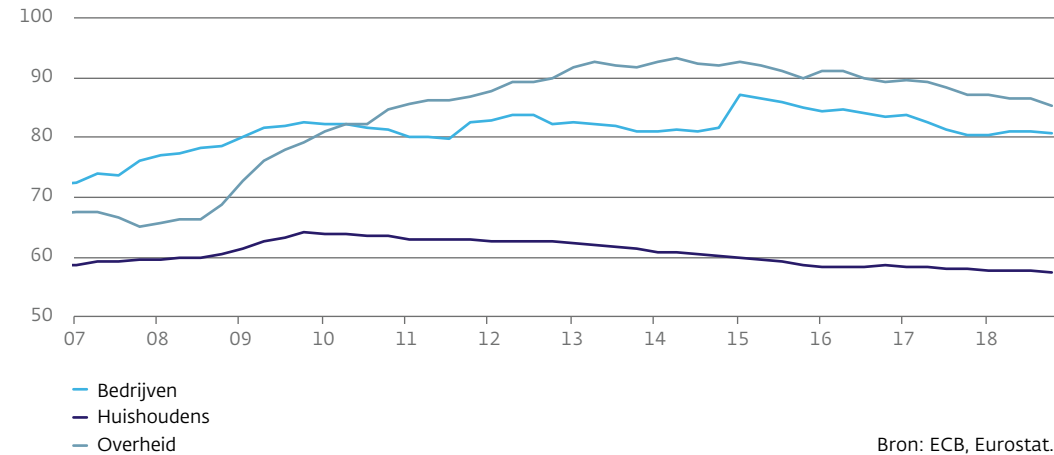
Bron: ECB.

Hoge schulden in Europa

- In het eurogebied zijn tussen 2008 en 2012 overheidsschulden snel gestegen. Medio 2014 piekte de overheidsschuld in het eurogebied, maar sindsdien is deze maar beperkt teruggebracht (figuur 17). Overheden met hoge schulden brengen hun schulden relatief minder terug dan overheden met lage schulden. Overheden met hoge schulden dienen hun budgettaire buffers te herstellen.
- Ook de private schuldniveaus zijn in een aantal landen, waaronder in Nederland, nog hoog. Schuldenaren met hoge schulden worden minder kwetsbaar wanneer ze hun schulden omlaag brengen en buffers opbouwen. Ook neemt het aanpassingsvermogen van het eurogebied verder toe wanneer schulden worden teruggebracht.

Figuur 17 Publieke en private schulden nemen maar langzaam af in het eurogebied.

Procenten bbp



Bron: ECB, Eurostat.

Meer weten? Klik op de tabjes.

Risicobeeld

Risicokaart

Hoge schulden in Europa: Achtergrond

Overheidsschulden

In het eurogebied zijn overheidsschulden sinds de crisis maar beperkt teruggebracht. Vooral in de periode 2008-2012 is de overheidsschuld in het eurogebied sterk opgelopen, met meer dan 5 procentpunt per jaar. Dit hing samen met noodzakelijke ingrepen in de financiële sector en de diepe recessie na de financiële en Europese schuldencrisis. In het tweede kwartaal van 2014 bereikte de overheidsschuld in het eurogebied haar hoogtepunt; sindsdien is de schuldquote (beperkt) afgenomen, van bijna 93% naar 85% van het bbp eind 2018 (figuur 17). Vergeleken met de snelle opbouw in de periode 2008-2012, verloopt het afbouwen van overheidsschuld relatief traag, met nog geen 2 procentpunt per jaar.

Juist in landen waar de overheid een relatief hoge schuld heeft, worden schulden maar beperkt teruggebracht. Binnen het eurogebied liggen de overheidsschulden in zeven landen nabij of boven de 100% van het bbp. Juist in deze

landen is de mate van schuldreductie relatief laag (figuur 20). In Frankrijk en Griekenland lagen de overheidsschulden eind 2018 zelfs op een hoger niveau dan in het tweede kwartaal van 2014.

De mate van schuldreductie van de overheden met een gunstigere schuldpositie, waaronder de Nederlandse, varieert aanzienlijk.

De schulddynamiek is in de afgelopen jaren gemiddeld gezien minder kwetsbaar geworden. Gunstige marktomstandigheden, zoals lage rentes, hebben de financiering van overheidsschuld in het eurogebied gefaciliteerd. Zo zijn de gemiddelde kapitaalmarktrentes in het eurogebied afgenomen van ruim 4,5% tijdens het hoogtepunt van de schuldencrisis naar gemiddeld 1% in de afgelopen drie jaar. Daarnaast hebben overheden onder invloed van de lage rente in toenemende mate obligaties met langere looptijden uitgegeven. De gemiddelde resterende looptijd van de uitstaande schuld in het eurogebied is hierdoor gestegen naar 7 jaar

gemiddeld. Langere looptijden maken overheden op korte termijn minder kwetsbaar voor snelle rentestijgingen.

De verschillen in de bruto financieringsbehoeftes binnen het eurogebied blijven echter groot. Volgens schattingen van de Europese Commissie geven overheden in 2019 gemiddeld 14,1% van hun bbp uit aan aflossings- en renteverplichtingen en het financieren van het primaire tekort. Mede door uiteenlopende budgettaire prestaties zijn de verschillen tussen de bruto financieringsbehoeftes van overheden binnen het eurogebied echter groot. In 2019 hebben Italië, Frankrijk, België en Spanje een grote behoefte aan financiering (figuur 21). Vooral Italië heeft daarbij met relatief hoge rentes te kampen.

Voor een aantal landen blijft de schulddynamiek op de middellange termijn kwetsbaar. Op de middellange termijn wordt de schulddynamiek in belangrijke mate bepaald

Hoge schulden in Europa: Achtergrond

door het niveau en de structuur van de schuld, de rente en de economische groei. Ook worden de overheidsfinanciën de komende decennia belast door de kosten van de vergrijzing. Volgens berekeningen van de Europese Commissie is de publieke schulddynamiek binnen het eurogebied vooral in België, Spanje, Frankrijk, Italië en Portugal kwetsbaar.

Private schuld

Ook de private sector in het eurogebied kampt gemiddeld gezien met hoge schulden. In het eurogebied als geheel bedroegen de schulden van de private niet-financiële sector eind 2018 138% van het bbp, tegenover 147% op het hoogtepunt in 2015. Huishoudens hebben gemiddeld gezien een lagere schuld dan niet-financiële bedrijven (respectievelijk 58 en 81% van het bbp). De verschillen binnen het eurogebied zijn echter groot.

Vooraf huishoudens in Cyprus en Nederland hebben hoge schulden. In Cyprus en Nederland ligt de huishoudschuld rond 100% van het bbp, terwijl deze in bijvoorbeeld Litouwen en Letland rond de 20% ligt (figuur 22). Hoewel de gemiddelde huishoudschuld in het eurogebied sinds 2009 aan het afnemen is (figuur 17), zijn ook ten aanzien van de mate van schuldreductie- en aanwas de verschillen groot. Huishoudens in landen die het meest zijn getroffen door de crisis (zoals Portugal, Ierland en Spanje) brengen hun schulden het meest terug, terwijl in sommige andere landen de huishoudschulden niet afnemen, mede door uitbundige ontwikkelingen op de huizenmarkt.

Bedrijven in Luxemburg, Cyprus, Ierland, Nederland, België, Portugal en Frankrijk hebben hogere schulden dan gemiddeld. In deze landen ligt de bedrijfsschuld rond of boven 90% van het bbp. Bovendien verschilt de

onderliggende dynamiek tussen landen, waarbij er in sommige landen sprake is van schuldaanwas (Frankrijk) en in andere juist van schuldreductie door het bedrijfsleven (figuur 23). Overigens verschillen landen ook onderling sterk in de mate waarin het bedrijfsleven zich financiert met obligaties. Vooral het Franse bedrijfsleven geeft relatief veel obligaties uit: bijna de helft van de in het eurogebied uitgegeven bedrijfsobligaties is Frans. In procenten van het bbp is ook in Nederland de uitgifte van bedrijfsobligaties hoog (zie Nader belicht: De Nederlandse bedrijfsschuld).

Risico's

Schuldenaren zijn kwetsbaar voor rentestijgingen. Wanneer risicopremies plotseling sterk stijgen, wordt het voor schuldenaren met een hoge schuld lastiger om aan hun rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen. Dit geldt zeker voor schulden met

Hoge schulden in Europa: Achtergrond

variabele rentes of met korte looptijden. Dit kan vervolgens doorwerken naar de financiële sector, in de vorm van kredietverliezen of door verliezen op beleggingsportefuilles.

Economieën met hoge schulden zijn procyclischer. Schuldenaren met hoge schulden hebben minder ruimte om negatieve inkomensschokken op te vangen. Hierdoor zijn huishoudens en bedrijven eerder genoodzaakt hun consumptie en investeringen aan te passen. Overheden met hoge schulden hebben bovendien geen ruimte voor anti-cyclisch begrotingsbeleid.



Risicobeeld

Risicokaart

Hoge schulden in Europa: Achtergrond

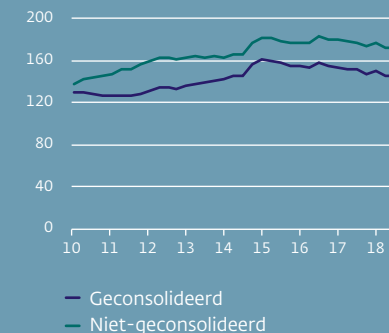
Nader belicht: De Nederlandse bedrijfsschuld

Nederlandse niet-financiële bedrijven hebben aanzienlijke schulden. De niet-geconsolideerde bedrijfsschuld (leningen en obligaties) lag eind 2018 op 172% van het bbp, tegenover 110% in het eurogebied gemiddeld. Ook gecorrigeerd voor intra-concern leningen ligt de bedrijfsschuld in Nederland (145% van het bbp) hoger dan in het eurogebied (81% van het bbp). Ongeveer de helft van de Nederlandse geconsolideerde bedrijfsschuld wordt aangehouden in het buitenland, wat voor een deel het internationale karakter van het Nederlandse bedrijfsleven markeert. Van de bedrijfsschuld die binnen Nederland wordt aangehouden, is tweederde in handen van financiële instellingen. Vooral het Nederlandse midden- en kleinbedrijf is nog aangewezen op bancaire kredietverlening, terwijl grotere, en vaak internationaal opererende, bedrijven ook toegang hebben tot alternatieve financieringsbronnen, zoals onderhandse leningen of de uitgifte van schuldbewijzen (bedrijfsobligaties). De uitgifte van bedrijfsobligaties varieert door de tijd heen aanzienlijk, wat onder andere afhangt van de marktcondities en de bereidheid van beleggers om schuld papier van bedrijven te kopen. Sinds 2011 neemt de bruto uitgifte van schuld papier door Nederlandse bedrijven weer behoorlijk toe, al ligt de uitgifte nog een stuk lager dan in de pre-crisis periode. Wel valt op dat bedrijven, anders dan in de pre-crisis periode, meer langlopend schuld papier uitgeven. Eind 2018 was de omvang van de bedrijfsobligaties uitgegeven door Nederlandse bedrijven meer dan verdubbeld ten opzichte van 2011. In totaal stond eind 2018 bijna EUR 150 miljard uit aan bedrijfsobligaties. Dat is gelijk aan bijna 20% van het Nederlandse bbp.

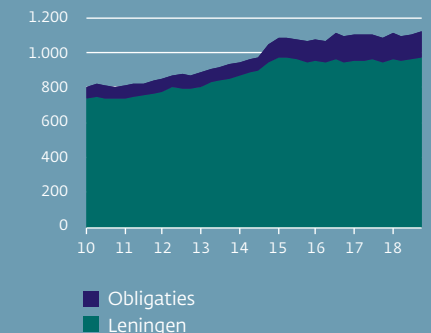
Figuur 18 Kenmerken van Nederlandse bedrijfsschuld.

Procenten bbp (A); miljarden euro (B, C, D)

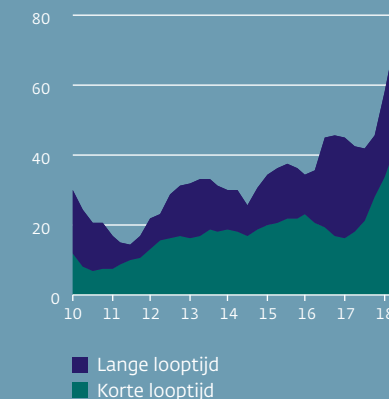
A: Bedrijfsschuld



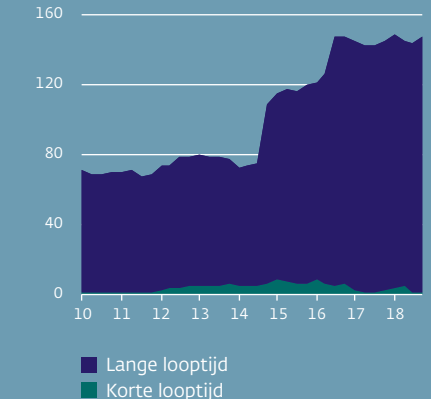
B: Geconsolideerde bedrijfsschuld



C: Bruto emissies bedrijfsobligaties



D: Uitstaande bedrijfsobligaties



Risicobeeld

Risicokaart

Hoge schulden in Europa: Beleid

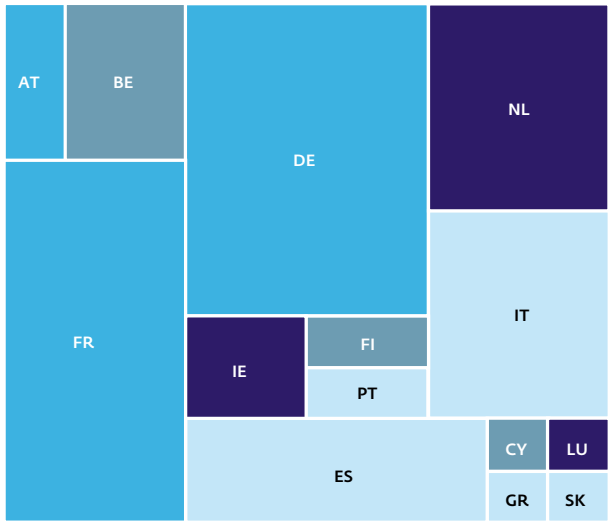
Overheden met hoge schulden dienen schulden af te bouwen en hun budgettaire buffers te versterken. Wanneer de groei terugvalt en/of wanneer risicopremies plotseling en scherp stijgen, kan de schulddynamiek in deze landen immers snel verder verslechteren. Zeker in kwetsbare landen kan dit tot marktdruk leiden, wanneer beleggers gaan twijfelen aan de kredietwaardigheid van een land. De ontwikkelingen in Italië in het najaar zijn in dat opzicht illustratief: risicopremies op de Italiaanse staatschuld namen fors toe, nadat de Europese Commissie de Italiaanse begroting afkeurde.

Schuldreductie voor bedrijven met hoge schulden is wenselijk en maakt het eurogebied robuuster. Bij een lager schuldniveau zijn schuldenaren beter bestand tegen rentestijgingen en/of negatieve inkomensschokken. Fiscale maatregelen die de financiering met vreemd vermogen minder aantrekkelijk en financiering met eigen vermogen aantrekkelijker maken, kunnen ertoe bijdragen dat bedrijven minder schulden opbouwen.

Figuur 19 Publieke en private schulden binnen het eurogebied zijn ongelijk verdeeld.

Verdeling schuld in het eurogebied; 2018-III

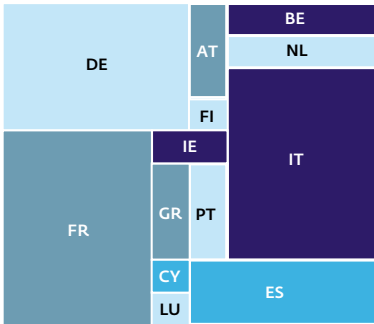
Bedrijven en huishoudens: EUR 16 biljoen



Private schuld per capita in € 1.000



Overheid: EUR 10 biljoen



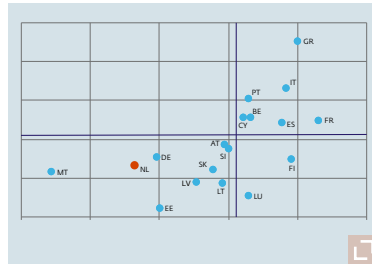
Publieke schuld per capita in € 1.000



Bron: ECB en Eurostat.

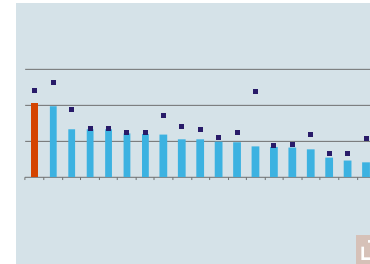
Risicobeeld
Risicokaart

Hoge schulden in Europa: Cijfers



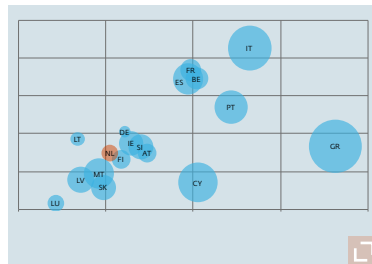
De mate van schuldreductie is relatief het laagst in landen met hoge overheidsschulden.

Bekijk figuur 20 →



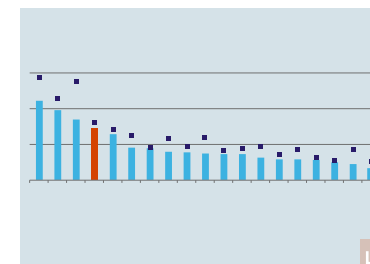
Niveau en ontwikkeling van huishoudschuld in het eurogebied varieert substantieel.

Bekijk figuur 22 →



Vooral Italië heeft een hoge bruto financieringsbehoefte in 2019.

Bekijk figuur 21 →

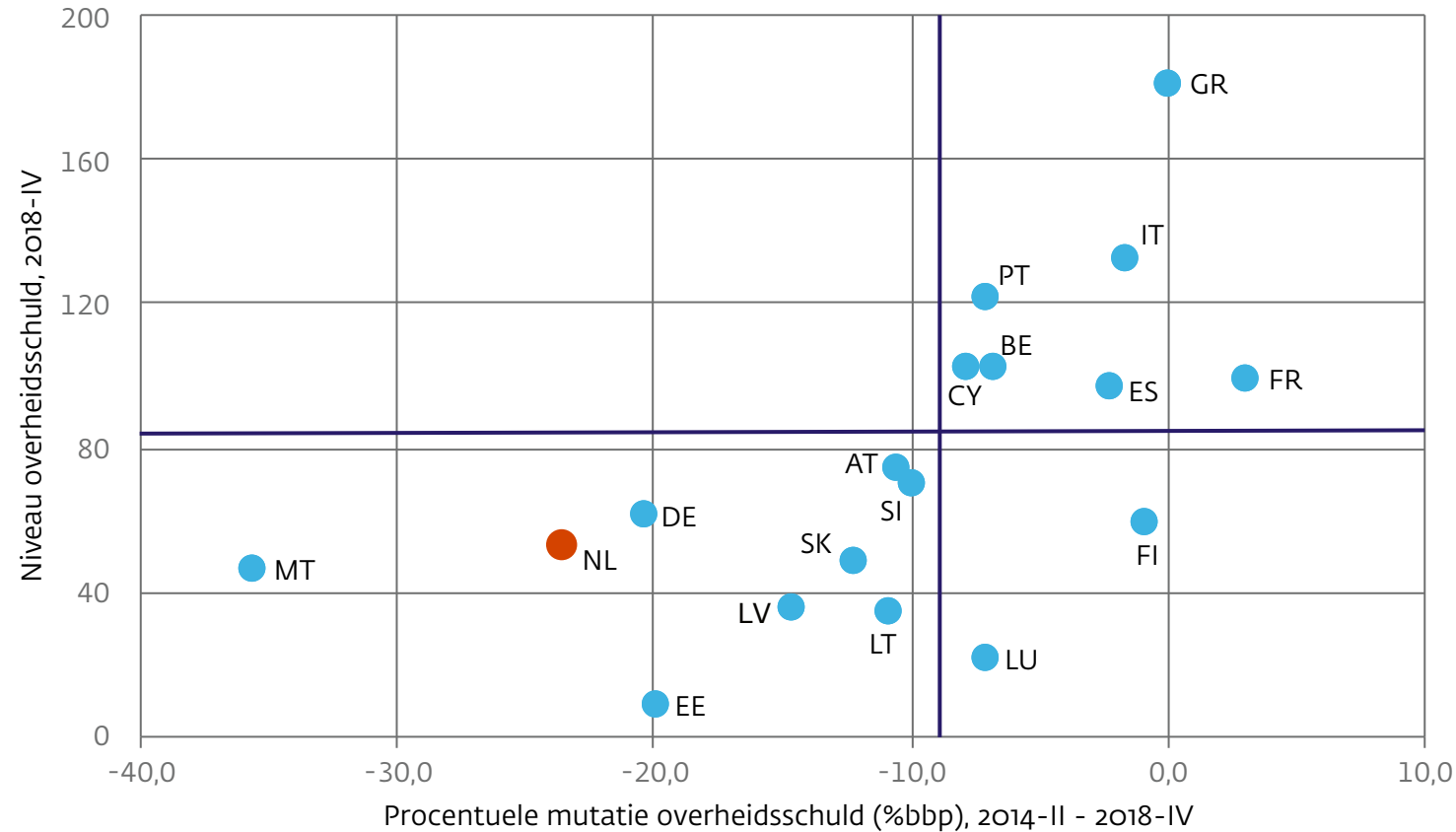


Niveau en ontwikkeling van bedrijfsschuld in het eurogebied varieert substantieel.

Bekijk figuur 23 →

Figuur 20 De mate van schuldreductie is relatief het laagst in landen met hoge overheidsschulden.

Procenten; procenten bbp

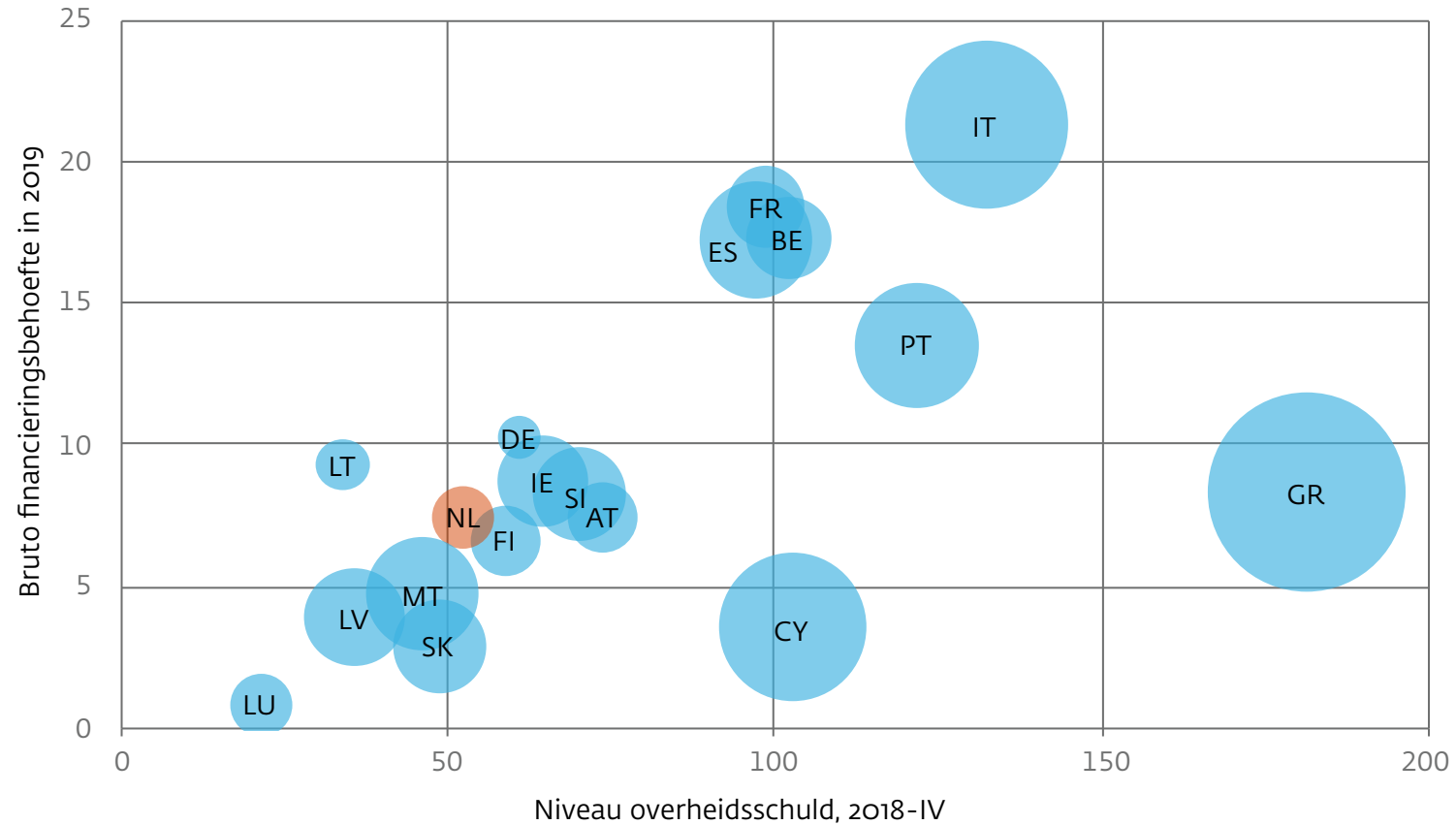


Bron: ECB.

Toelichting: De blauwe lijn geeft het gemiddelde binnen het eurogebied weer.

Figuur 21 Vooral Italië heeft een hoge bruto financieringsbehoefte in 2019.

Procenten bbp

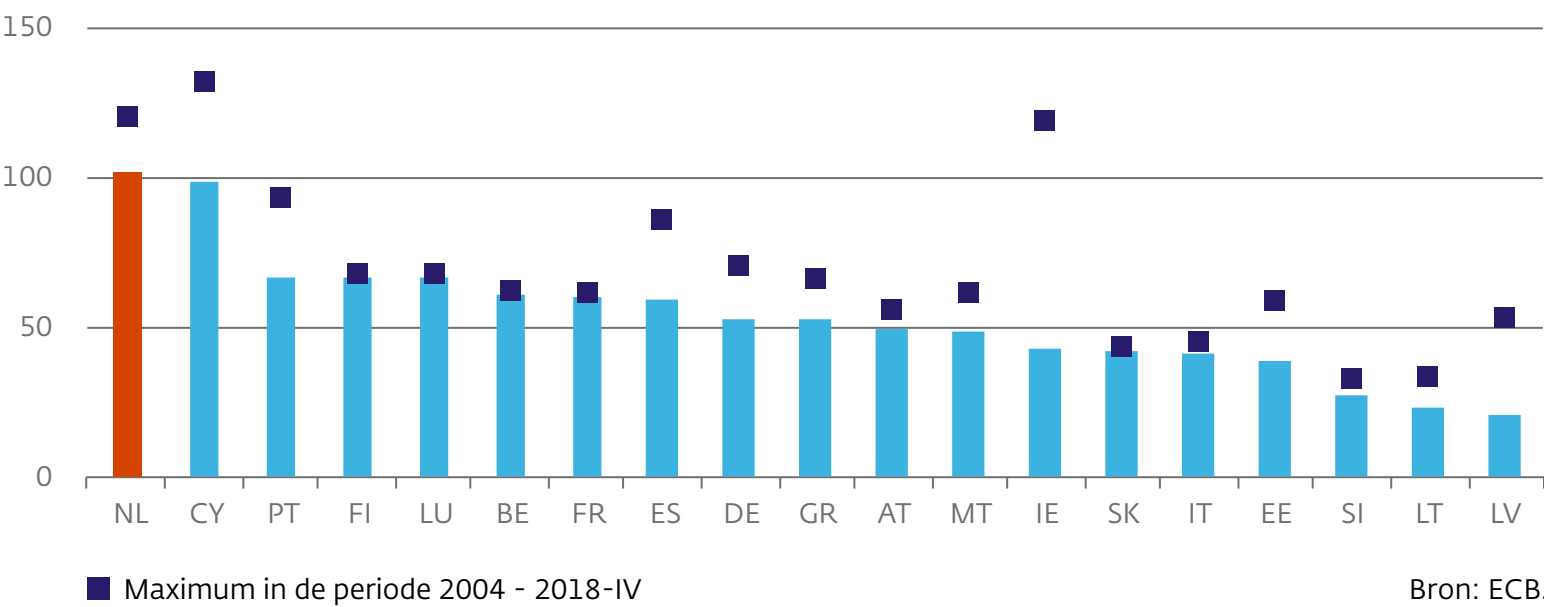


Bron: Eurostat.

Toelichting: De grootte van de bollen is bepaald door de rente op 10-jaars overheidspapier.

Figuur 22 Niveau en ontwikkeling van huishoudschuld in het eurogebied varieert substantieel.

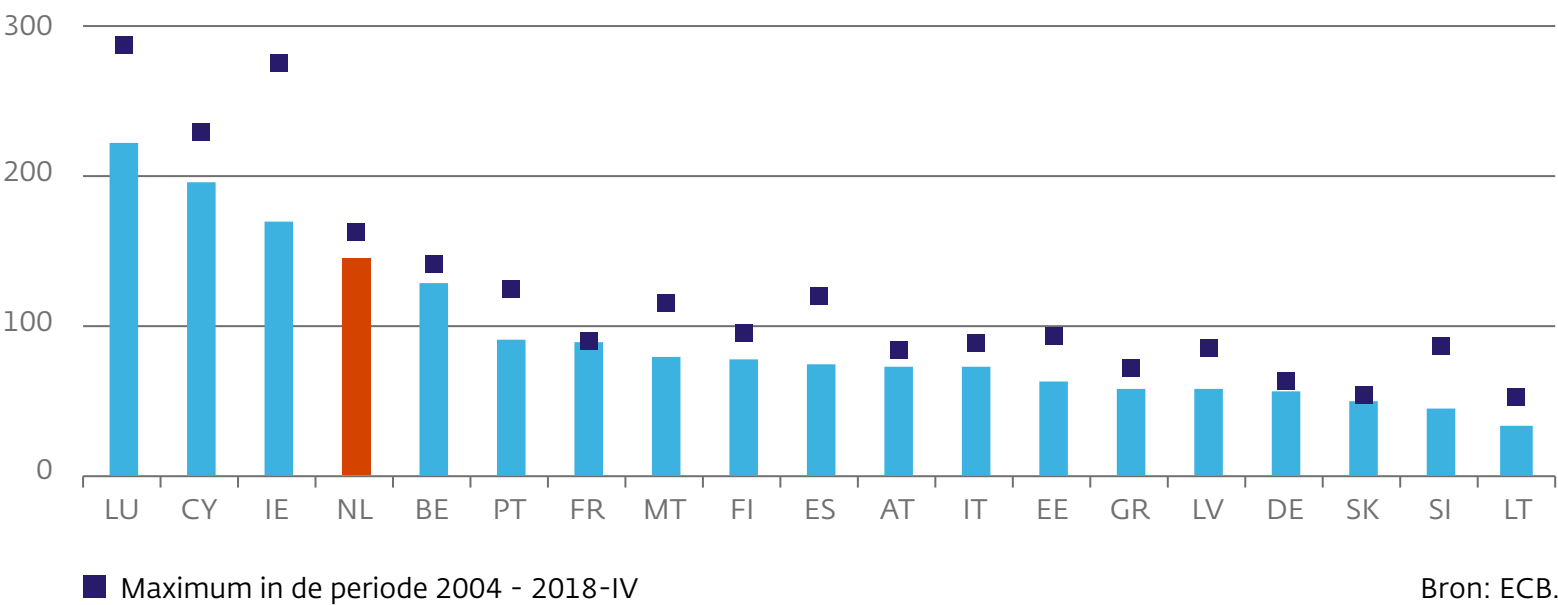
Procenten bbp, 2018-IV



Bron: ECB.

Figuur 23 Niveau en ontwikkeling van bedrijfsschuld in het eurogebied varieert substantieel.

Procenten bbp, 2018-IV



Bron: ECB.

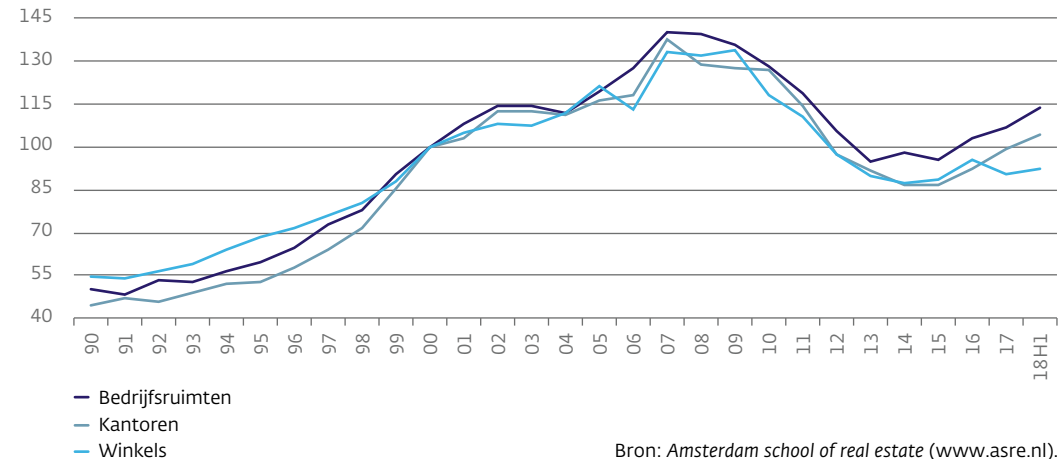
Omslag op commercieel vastgoedmarkt

- De prijsstijging van commercieel vastgoed gaat gepaard met grote regionale verschillen. Vooral op toplocaties hebben de forse prijsstijgingen van de afgelopen jaren het rendement inmiddels onder druk gezet.
- In deze periode van hoogconjunctuur kunnen nieuwe risico's ontstaan, vooral als leningen tegen soepelere voorwaarden worden verstrekt.
- Daarnaast zijn er ook structurele kwetsbaarheden, zoals de afname in kantoorruimte per medewerker en de toename van internetverkoop.
- Financiële instellingen dienen de risico's van hun commercieel vastgoedgebruik goed te monitoren en terughoudend te zijn bij het verstrekken van risicovolle leningen.
- Het opzetten van een wettelijk raamwerk voor taxaties en het verbeteren van de databeschikbaarheid en -kwaliteit kan het functioneren van de vastgoedmarkt versterken.

Meer weten? Klik op de tabjes.

Figuur 24 Prijzen van Nederlands commercieel vastgoed zijn de laatste jaren gestegen.

Index, 2000=100



Bron: Amsterdam school of real estate (www.asre.nl).

Risicobeeld

Risicokaart

Omslag op commercieel vastgoedmarkt: Achtergrond

De prijsstijging van commercieel vastgoed gaat gepaard met grote regionale verschillen.

Nadat de prijzen in de financiële crisis met meer dan 30% waren gedaald, stijgen de prijzen nu alweer een aantal jaren. Vooral de prijzen van bedrijfsruimten en kantoren stijgen momenteel hard. Er zijn echter grote regionale verschillen op de commercieel vastgoedmarkt. Beleggers in winkelvastgoed richten zich vooral op grote steden en andere toplocaties. Daar daalt de leegstand dan ook, terwijl in kleinere steden de leegstand van winkels toeneemt. Ook op de kantorenmarkt zijn grote verschillen. De helft van alle kantoorruimte die in 2018 nieuw werd verhuurd stond in de vijf grote steden (Amsterdam, Rotterdam, Den Haag, Utrecht en Eindhoven).

De rendementen staan onder druk. De huur-opbrengsten blijven vooralsnog achter bij de prijsstijgingen. In het centrum van Amsterdam zijn de rendementen van kantoren en winkels

hierdoor inmiddels gedaald tot een historisch laag niveau van 3,25% resp. 2,85%.

De conjuncturele risico's worden versterkt door structurele kwetsbaarheden. Trends zoals de afname in kantoorruimte per medewerker en de toename van internetverkopen zorgen ervoor dat er structureel minder vraag is naar (grote) winkel- en kantoorpanden, vooral in de periferie. Eigenaren van vastgoed op minder aantrekkelijke locaties kunnen, eventueel in samenspraak met financiers, onderzoeken of transformatie naar woningen mogelijk is.

De commercieel vastgoedmarkt is een conjunctuurgevoelige markt, die tot systeemrisico's kan leiden. De vraag naar vastgoed hangt sterk samen met de economie, waardoor bij een conjunctuuromslag de vraag snel kan veranderen. Daarbij is de prijselasticiteit van het aanbod laag, waardoor een verandering in de vraag naar vastgoed direct invloed heeft

op de vastgoedprijzen. Verder is commercieel vastgoed een belangrijke beleggingscategorie voor nationale en internationale beleggers, en daarmee gevoelig voor de ontwikkelingen op de financiële markten. Commercieel vastgoed speelt vaak een grote rol in financiële crises, wanneer een omslag in de economie, een daling van vastgoedprijzen en toenemende financieringsproblemen tegelijk optreden.

Een plotselinge omslag op de commercieel vastgoedmarkt zal tot verliezen leiden. Een enquête onder vastgoedbeleggers laat zien dat de meerderheid van de vastgoedbeleggers denkt dat de meest gunstige tijden op de commercieel vastgoedmarkt inmiddels achter ons liggen. Meer dan de helft van de respondenten schat in dat de vastgoedcyclus zich momenteel op de piek bevindt, en een belangrijk deel van de beleggers (19%) denkt dat de vastgoedcyclus zich inmiddels in de vroege neergaande fase bevindt (figuur 25). Een omslag in het marktsentiment, een stijging

Omslag op commercieel vastgoedmarkt: Achtergrond

van de risicovrije rente, of een stijging van de risicopremies vanwege economische of politieke onzekerheid kunnen leiden tot een omslag in de commercieel vastgoedmarkt. Beleggers, en dan vooral buitenlandse partijen – die meer dan de helft van de Nederlandse investeringen in vastgoed beheren – zouden dan snel hun kapitaal kunnen terugtrekken, wat prijsdalingen vergroot en waardoor verliezen kunnen toenemen.

De blootstellingen van de grote Nederlandse banken aan commercieel vastgoed zijn afgenomen, en het risicomanagement is verbeterd. De grote Nederlandse banken hebben ruim EUR 76 miljard aan commercieel vastgoed op de balans (circa 4% van de balans). Dit is minder dan voor de kredietcrisis. De indirecte blootstelling, via commercieel vastgoed als onderpand bedraagt EUR 172 miljard. Het risicomanagement van banken is na de balansonderzoeken door DNB en de ECB in de periode 2012-2014 ook verbeterd. Een schok op de vastgoedmarkt kan desalniettemin nog

steeds tot kredietverliezen op commercieel vastgoedleningen leiden. Bij een stijging van de rente en een daling van de vastgoedprijzen neemt de kans op wanbetaling en het verlies in geval van wanbetaling toe. In een scenario waarin de rente met 3 procentpunt stijgt, vastgoedprijzen met 25% dalen en de leegstand met 10% stijgt, lijden Nederlandse banken verliezen van EUR 1 tot 1,5 miljard bovenop de huidige voorzieningen. Banken beschikken echter over voldoende buffers om dit soort verliezen op te vangen.

In deze periode van hoogconjunctuur kunnen nieuwe risico's ontstaan.

Marktpartijen geven aan dat zij minder strenge financieringsvoorwaarden hanteren en lagere aflossingseisen stellen. Daarnaast is de gemiddelde *Loan-to-Value* (LTV) van nieuwe vastgoedleningen gestegen ten opzichte van 2016. Positief is dat het laatste jaar de gemiddelde LTV wel weer wat lijkt te stabiliseren.

Verduurzaming is een belangrijke trend in commercieel vastgoed: beleggers moeten goed zicht houden op energielabels en mogelijke kosten. In 2023 moeten alle kantoren groter dan 100m² minimaal energielabel C hebben. Als een pand niet aan deze eis voldoet, mag het niet meer als kantoor gebruikt worden. De vraag naar niet-duurzaam vastgoed zal hierdoor afnemen. Nederlandse banken zijn ook terughoudender met het financieren van niet-duurzaam vastgoed. Vastgoedeigenaren zullen investeringen moeten doen om minder duurzame panden duurzamer te maken. Op dit moment hebben Nederlandse banken nog niet voor alle vastgoeduitzettingen in hun portefeuille informatie over het energielabel. Dit verbetert wel. Eind 2018 was van 62% van hun portefeuille het energielabel beschikbaar; eind 2016 lag dit percentage nog op 17%. Meer dan vier op de tien panden waarvan het label bij de banken bekend is, had in 2018 energielabel A, B of C ([figuur 26](#)).

Omslag op commercieel vastgoedmarkt: Beleid

Financiële instellingen dienen de risico's van hun commercieel vastgoeduitzettingen goed te monitoren en terughoudend te zijn bij het verstrekken van leningen met een hoge hefboom en soepelere (krediet)voorwaarden.

Leningen die aan het eind van een *boom*-periode verstrekt worden, zijn gemiddeld risicovoller, waardoor het extra van belang is deze risico's goed in kaart te brengen.

Meer en betere data over prijzen, beleggingen, financiering en energielabels zijn essentieel voor een goed functionerende markt. Het

Europees Comité voor Systeemrisico's (*European Systemic Risk Board* – ESRB) heeft in 2016 aanbevelingen gedaan om lacunes in huizen- en vastgoedmarktgegevens in de EU te dichten. Sinds enige jaren verzamelt DNB granulaire data over de vastgoedportefeuilles van banken. Daarnaast is DNB in samenwerking met het CBS een initiatief gestart om tot een nationale prijsindex voor commercieel vastgoed te komen.

DNB en AFM hebben het Ministerie van Financiën gevraagd om, in overleg met het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties, wettelijke normen voor vastgoedtaxateurs vast te stellen. Betrouwbare taxaties zijn essentieel om risico's in te schatten en goede beleggings- en financieringsbeslissingen te nemen. Het ontbreken van kwaliteitseisen voor hoogwaardige en consistente taxaties kan leiden tot te soepele leningsvoorwaarden en overwaardering.

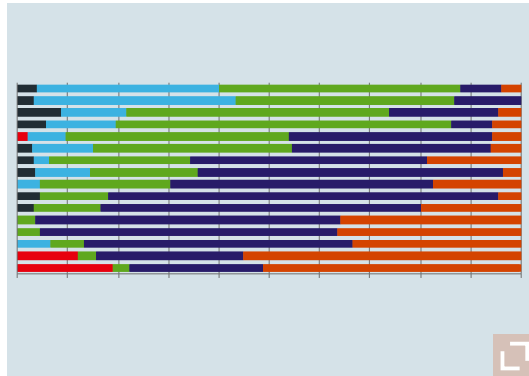
Meer weten?

- In het Overzicht Financiële Stabiliteit, Najaar 2018 wordt in hoofdstuk 2 uitgebreider ingegaan op de risico's op de markt voor commercieel vastgoed.

Risicobeeld

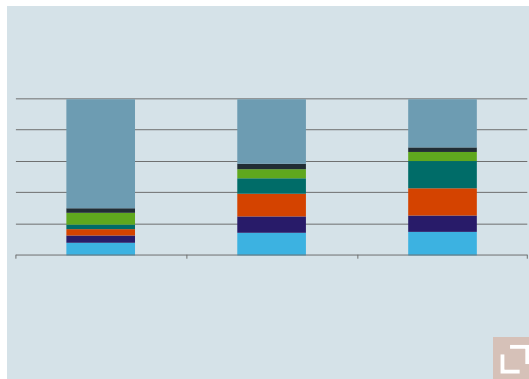
Risicokaart

Omslag op commercieel vastgoedmarkt: Cijfers



Marktrespondenten schatten in dat vastgoed zich op de piek van de cyclus bevindt of dat al sprake is van een omslag.

[Bekijk figuur 25 →](#)

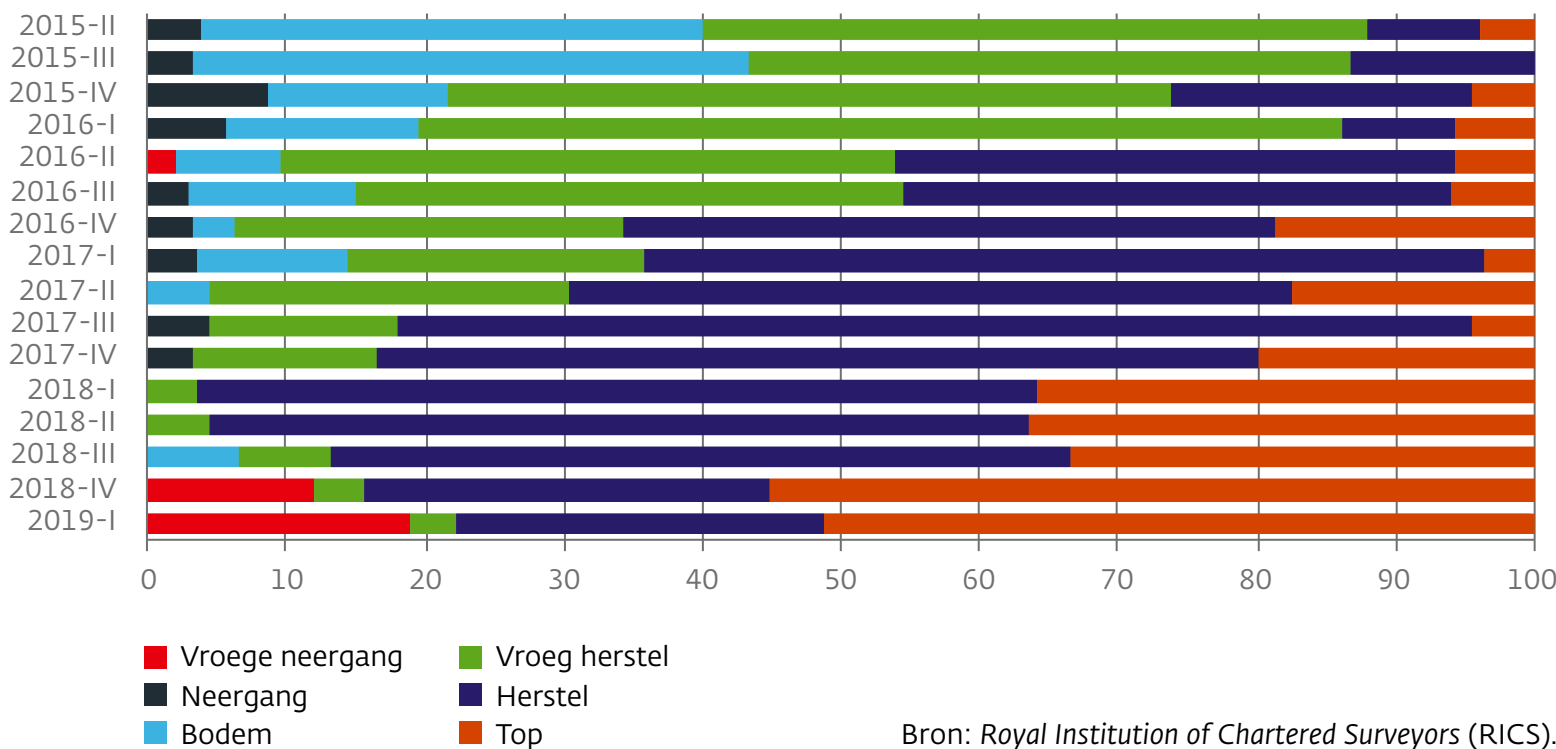


Van de vastgoeduitzettingen van Nederlandse grootbanken waarvan het label bekend is, heeft in 2018 43% energielabel A, B of C.

[Bekijk figuur 26 →](#)

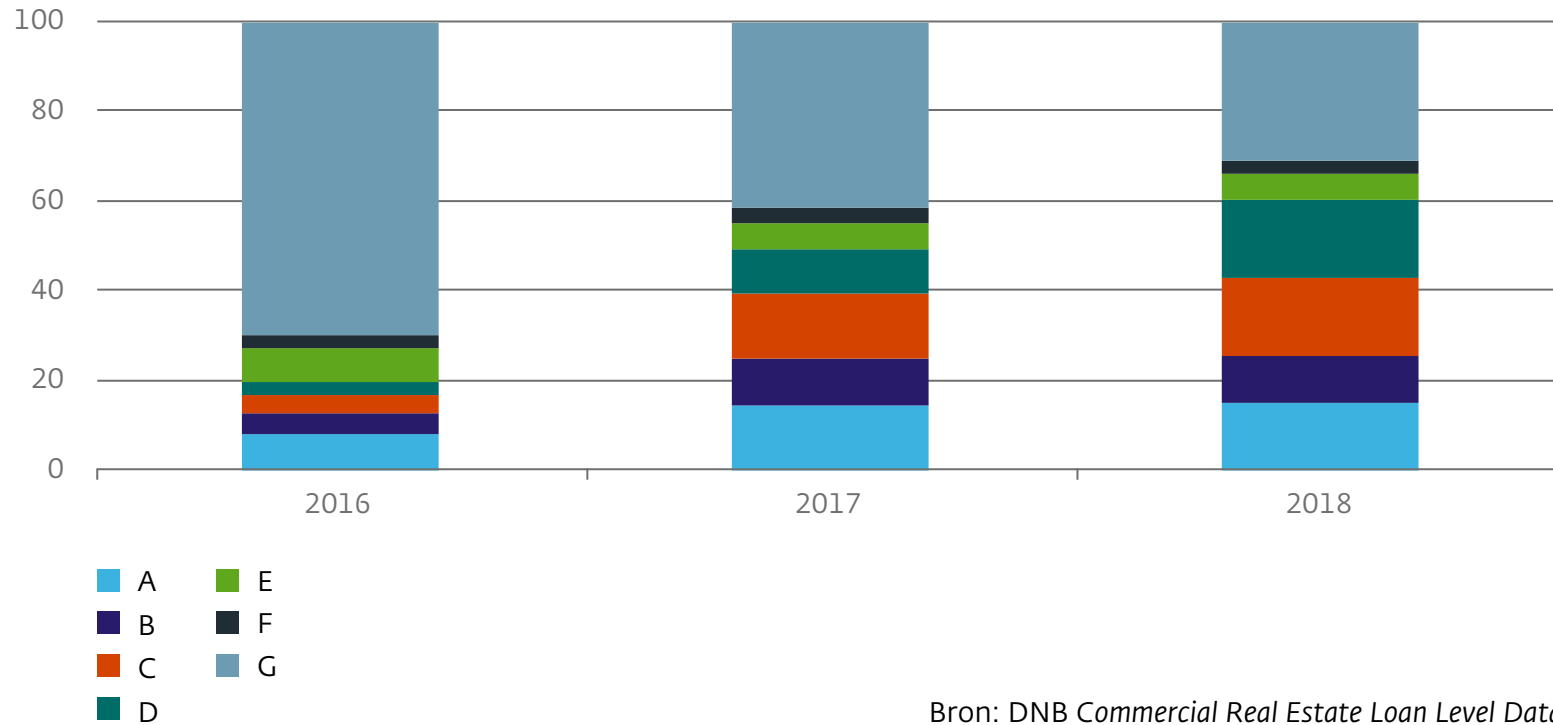
Figuur 25 Marktrespondenten schatten in dat vastgoed zich op de piek van de cyclus bevindt of dat er al sprake is van een omslag.

Percentage respondenten



Figuur 26 Van de vastgoeduitzettingen van Nederlandse grootbanken waarvan het label bekend is, heeft in 2018 43% energielabel A, B of C.

Procenten



Bron: DNB Commercial Real Estate Loan Level Data.

Onevenwichtigheden woningmarkt

- De prijzen van woningen stijgen nog steeds, zij het minder hard dan voorheen (figuur 27). De betaalbaarheid verslechtert verder, en de krapte op de woningmarkt blijft aanhouden.
- De ontwikkelingen op de woningmarkt versterken de conjuncturele schommelingen in de economie. Mede door de lange balansen van huishoudens kan een eventuele toekomstige huizenprijscorrectie significante gevolgen hebben voor de Nederlandse economie, waardoor banken ook indirect geraakt kunnen worden.
- Om de conjuncturele uitslagen te beperken en de schokbestendigheid van huishoudens te versterken, is het wenselijk dat de LTV-limiet verder wordt verlaagd en de procycliciteit van de LTI-systematiek wordt geadresseerd.
- De contracyclische kapitaalbuffer blijft gehandhaafd op 0%.

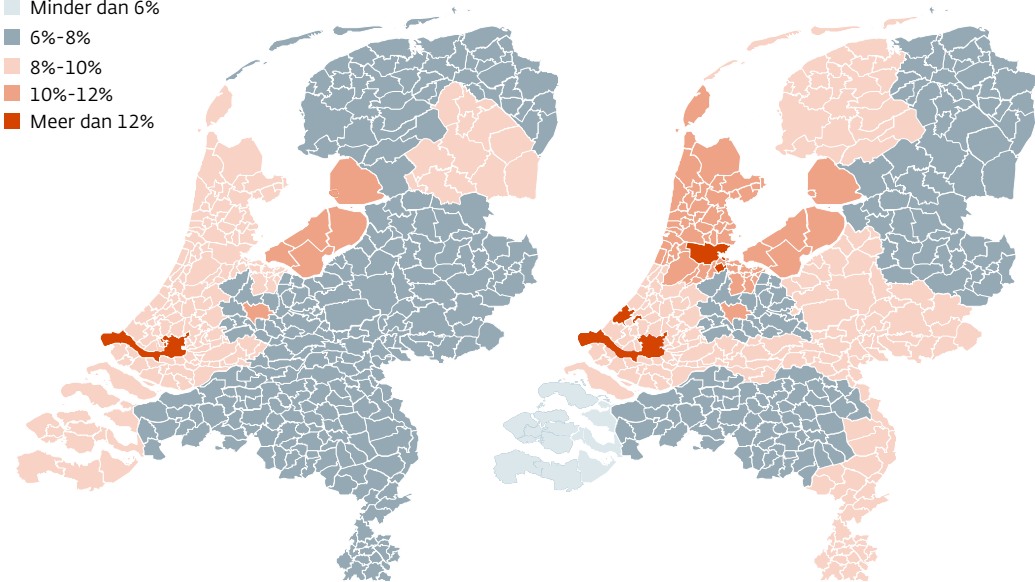
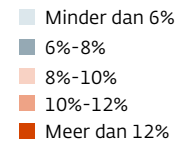
Meer weten? Klik op de tabjes.

Figuur 27 De huizenprijzen stijgen nog steeds, maar minder hard dan in 2018.

Mutatie j-o-j

2019-I

2018



Bron: CBS en eigen berekeningen.

Onevenwichtigheden woningmarkt: Achtergrond

De prijzen van woningen stijgen nog steeds, waardoor de betaalbaarheid verder verslechtert. In 2018 stegen de prijzen van bestaande woningen met 9%, de grootste prijsstijging in 17 jaar. In het eerste kwartaal van 2019 stegen de prijzen iets minder hard: 7,9% ten opzichte van een jaar eerder. Reële prijzen liggen in de grote steden inmiddels 17% boven de vorige piek, en de financieringslasten zijn er bij een volledig annuïtaire lening hoger dan in de jaren vlak voor de crisis (figuur 28). In de rest van het land ligt het reële prijsniveau nog 11% onder de vorige piek, maar stijgen de prijzen en financieringslasten ook snel. Door de forse prijsstijgingen staan er veel minder huizen 'onder water': terwijl in 2013 ruim 35% van de huiseigenaren een hypotheekschuld had die hoger was dan de waarde van de woning, geldt dit in het vierde kwartaal van 2018 nog voor 5%. Naar verwachting zullen de prijzen in 2019 blijven stijgen met circa 6%. Dat is minder dan in de afgelopen jaren, maar waarschijnlijk meer dan de

stijging van de inkomens. Het aanbod van nieuwe woningen neemt op korte termijn maar beperkt toe, onder meer vanwege capaciteitsproblemen in de bouwsector, planologische restricties en lange doorlooptijden bij gemeenten en provincies.

De krapte op de woningmarkt blijft aanhouden.

Het aantal transacties daalde in het eerste kwartaal van 2019 met 9% ten opzichte van een jaar eerder, en verkooptijden blijven erg kort. Een woning wordt nu gemiddeld na 45 dagen verkocht, dat is 9 dagen sneller dan een jaar geleden. Ook was het woningaanbod in het eerste kwartaal van 2019 kleiner dan een jaar eerder.

De hypothecaire kredietgroei blijft gematigd.

De hypothecaire kredietverstrekking groeide in 2018 met 1,4%, en kwam bijna geheel voor rekening van niet-banken. De bruto hypotheekproductie door banken is wel nog steeds fors: in 2018 was deze 8,4% van de

uitstaande schuld. Vrijwillige aflossingen blijven een rem vormen op de toename van de netto hypotheekschuld. Daarnaast moeten starters vanaf 2013 verplicht aflossen als zij gebruik willen maken van de hypotheekrenteaftrek, waardoor het aantal aflossende hypotheeken sindsdien is toegenomen.

Met name starters vertonen riskant

leengedrag. Het aandeel starters dat (bijna) de volledige aankoop prijs van hun huis leent daalde jarenlang gestaag, maar deze daling lijkt nu gestopt. Circa twee derde van de starters sluit een hypotheek af met een *Loan-to-Value* (LTV) ratio van meer dan 90%. Het maximaal toegestane hypotheekbedrag ten opzichte van het inkomen – de *Loan-to-Income* (LTI) limiet – wordt bepaald door financieringslastnormen van het NIBUD. De helft van de starters kiest voor een zeer hoge LTI (boven 90% van de norm) (figuur 29).

Onevenwichtigheden woningmarkt: Achtergrond

De ontwikkelingen op de woningmarkt versterken de conjuncturele schommelingen in de economie. De sterke prijsstijgingen op de woningmarkt hebben de economische groei een flinke impuls gegeven. Meer dan een kwart van de economische groei sinds het tweede kwartaal van 2013 kan worden toegeschreven aan de opleving van de woningmarkt. De woninginvesteringen zijn na 2013 sterk gestegen. Bovendien is het verband tussen huizenprijsstijgingen en de particuliere consumptie in Nederland sterk. Een stijging (daling) van de reële huizenprijzen van 1% gaat op de korte termijn gepaard met een stijging (daling) van de reële particuliere consumptie van 0,18%. Ten tijde van de crisis versterkte de correctie op de woningmarkt de economische terugval. Het volatiele karakter van de Nederlandse economie leidt tot onzekerheid en aanpassingskosten, en komt de financiële stabiliteit niet ten goede.

“Het volatiele karakter van de Nederlandse woningmarkt komt de financiële stabiliteit niet ten goede.”

De volatiliteit van de woningmarkt en de economie hangt sterk samen met de lange balansen van Nederlandse huishoudens. Het vermogen van Nederlandse huishoudens bestaat voor een groot deel uit huizenvermogen en opgebouwd pensioen, en is dus overwegend illiquide. Hierdoor kan dit vermogen niet direct worden gebruikt om negatieve inkomensschokken op te vangen, en zijn huishoudens eerder genoodzaakt hun consumptie aan te passen. Tegelijkertijd zijn door de hypotheekrenteaftrek en de relatief ruime

LTI- en LTV-limieten de hypotheekschulden van huishoudens in internationaal perspectief relatief hoog. Verschillende empirische studies, waaronder een recent panelonderzoek van het IMF, laten zien dat hoge hypotheekschulden tot volatiele huizenprijzen leiden (zie ook figuur 30). Bij een grotere leencapaciteit stijgt de vraag naar woningen. Dit leidt tot stijgende huizenprijzen, zolang het aanbod van woningen niet in gelijke mate toeneemt. Het aanbod van woningen is in Nederland relatief ongevoelig voor de huizenprijsontwikkeling, wat onder andere wordt veroorzaakt door strikt ruimtelijk ordeningsbeleid en een gebrek aan capaciteit bij bouwbedrijven en gemeenten. Bij eventuele prijsdalingen staan huizen door de hoge hypotheekschulden sneller onder water. Huishoudens die onder water staan, zijn minder snel geneigd hun woning te koop aan te bieden, of doen dat alleen tegen een relatief hoge prijs. Hierdoor daalt het aantal transacties, en worden prijsdalingen versterkt.

Onevenwichtigheden woningmarkt: Achtergrond

Ook systematische overwaardering bij woningtaxaties als gevolg van weeffouten in de taxatiepraktijk draagt bij aan de volatiliteit van de huizenmarkt. In bijna 60% van de gevallen is de taxatiewaarde hoger dan de koopsom, en bij een derde van de gevallen is de taxatiewaarde tot op de euro gelijk aan de koopsom. Het lijkt erop dat de taxatiewaarde niet onafhankelijk tot stand komt, maar wordt gebaseerd op de koopsom. Dit werkt oververhitting van de woningmarkt in de hand en ondermijnt de effectiviteit van de LTV-limiet. Door de systematische overwaardering kunnen huishoudens ondanks de LTV-limiet toch teveel lenen, wat de prijzen op de huizenmarkt opdrijft. Ook onderschatten financiële instellingen hierdoor de kredietrisico's van hun hypotheekportefeuille.

Mede door de lange balansen van huishoudens kan een eventuele toekomstige huizenprijscorrectie significante gevolgen hebben voor de Nederlandse economie, waardoor banken ook indirect geraakt kunnen worden. De prijscorrectie na 2008 liet dit ook zien: de directe verliezen op hypotheek bleven beperkt, maar de dalende huizenmarkt droeg wel bij aan de relatief slechte prestaties van de Nederlandse economie, met de nodige gevolgen voor de Nederlandse banken. Bank hebben hun kredietvoorwaarden voor hypotheek in de afgelopen twee jaar versoepeld. Bovendien hanteren zij opnieuw lagere risicogewichten voor hypotheek, waardoor zij minder kapitaal aan hoeven te houden voor hun hypotheekportefeuille (figuur 31).

De lagere risicoperceptie bij banken staat op gespannen voet met de toegenomen zorgen over de oververhitting van de huizenmarkt. Door de aanhoudend sterke prijsstijgingen en hoge waarderingen is het risico op een huizenmarktcorrectie toegenomen.

Meer weten?

- In 2017 deed DNB onderzoek naar de woningmarkt in de Nederlandse grote steden.
- DNB heeft onlangs onderzoek gedaan naar de kwaliteit van taxaties.
- Binnenkort publiceert DNB een boek over de woningmarkt in internationale grote steden, naar aanleiding van een internationaal seminar dat in mei 2018 plaatsvond bij DNB.

Onevenwichtigheden woningmarkt: Beleid

Er zijn inmiddels verschillende maatregelen genomen die bijdragen aan een lagere hypotheekschuld, en daarmee een meer stabiele ontwikkeling van de huizenprijzen bevorderen. De LTV-limiet is verlaagd tot 100% en voor nieuwe hypotheekrenteaftrek mogelijk als de hypotheek binnen 30 jaar minimaal annuïtair wordt afgelost, en als deze wordt aangewend voor de aankoop, verbetering of het onderhoud van de woning. Het tarief waartegen de hypotheekrente kan worden afgetrokken wordt afgebouwd van 52 naar 37%. Vanaf 2020 neemt het tempo waarmee dit gebeurt toe van 0,5 procentpunt per jaar tot 3 procentpunt per jaar. Deze maatregelen verminderen de prikkel voor schuldfinanciering, en dragen daardoor bij aan een meer stabiele ontwikkeling van huizenprijzen.

“Het is van belang maatregelen te nemen die de procycliciteit van de woningmarkt beperken”

Het is echter van belang dat er meer maatregelen worden genomen om de procycliciteit aan de vraagzijde van de woningmarkt te beperken.

De leennormen (de LTV- en de LTI-limiet) blijven in internationaal perspectief ruim, en de manier waarop de LTI-limiet wordt berekend draagt bij aan grotere conjuncturele prijschommelingen. De voor 2020 voorziene lastenverlichting vergroot bijvoorbeeld de leenruimte van sommige huishoudens met meer dan 10%, waardoor deze in een krappe markt bijdraagt aan hogere

huizenprijzen. Daarom pleit DNB, samen met de AFM, voor een herziening van de leenruimte-systematiek. Daarnaast zou een verdere afbouw van de hypotheekrenteaftrek de procycliciteit van de woningmarkt verminderen. Bovendien kan het private huursegment zich dan verder ontwikkelen. De private huursector in Nederland is momenteel erg klein, mede als gevolg van de hypotheekrenteaftrek in de koopsector, en de subsidies in de sociale huursector. Ook zijn maatregelen gewenst waarmee de onafhankelijkheid van taxaties kan worden verbeterd en systematische overwaardering kan worden voorkomen. DNB en AFM hebben in de wetgevingsbrief 2018 gepleit voor wettelijke normen om de kwaliteit van woningtaxaties te verbeteren, en verwelkomen de inspanningen van het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (Ministerie van BZK) om deze verbeteringen te bewerkstelligen.

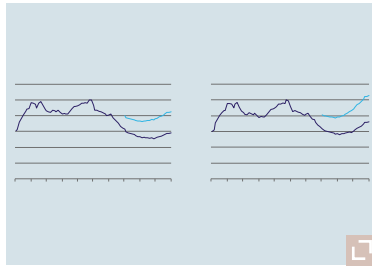
Onevenwichtigheden woningmarkt: Beleid

De procycliciteit van de woningmarkt aan de aanbodzijde van de woningmarkt kan worden beperkt door de woningbouwproductie te vergroten en beter te laten aansluiten bij de vraag. Als de woningbehoefte toeneemt, dient het aanbod van woningen zich daaraan sneller aan te passen. Momenteel schiet het aanbod tekort, met name in het middensegment van de huurmarkt. Vergroting van het aanbod is nodig. Het beleid van het kabinet en lokale overheden is hier ook op gericht. Het is positief dat het Ministerie van BZK de regie meer naar zich toetrekt en dat er een doelstelling is geformuleerd voor de gewenste woningbouw. Gemeenten en woningcorporaties hebben immers niet altijd de juiste prikkels om te zorgen voor het juiste type aanbod op de juiste plekken.

De contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) blijft gehandhaafd op 0%. De contracyclische kapitaalbuffer is een macroprudentieel instrument

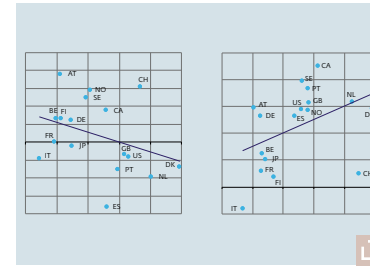
om banken te beschermen tegen systeemrisico's die ontstaan bij bovenmatige kredietgroei. Het instrument is een variabele opslag boven de minimum kapitaaleisen, die kan oplopen tot 2,5% van de risicogewogen activa, of eventueel nog hoger indien de omstandigheden daartoe aanleiding geven. De *credit gap*, het verschil tussen de totale kredietverlening aan bedrijven en huishoudens en haar trendmatige niveau, is een belangrijke indicator voor het vaststellen van de CCyB. Momenteel is de *credit gap* nog steeds duidelijk negatief. Naast de *credit gap* kijkt DNB ook naar andere indicatoren, zoals kredietgroei in subsectoren. De netto hypothecaire kredietverlening aan huishoudens (saldo van nieuwe hypotheek en aflossingen) blijft gematigd (+1,4%). De netto kredietverlening van banken aan bedrijven daalt momenteel (-0,5%).

Onevenwichtigheden woningmarkt: Cijfers



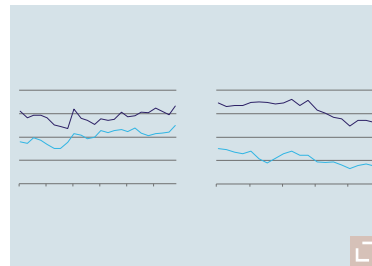
De betaalbaarheid van woningen verslechtert verder: in de vier grote steden zijn de financieringslasten bij een volledig annuïtaire lening hoger dan vlak voor de crisis.

Bekijk figuur 28 →



In landen met een relatief hoge huishoudschuld was tussen 2008-2013 sprake van een relatief forse daling van de huizenprijzen, terwijl de huizenprijzen er in de periode 2014-2018 sterker stegen.

Bekijk figuur 30 →



De helft van de starters kiest momenteel voor een zeer hoge LTI; de daling van het aandeel nieuwe leningen met een zeer hoge LTV lijkt gestopt.

Bekijk figuur 29 →



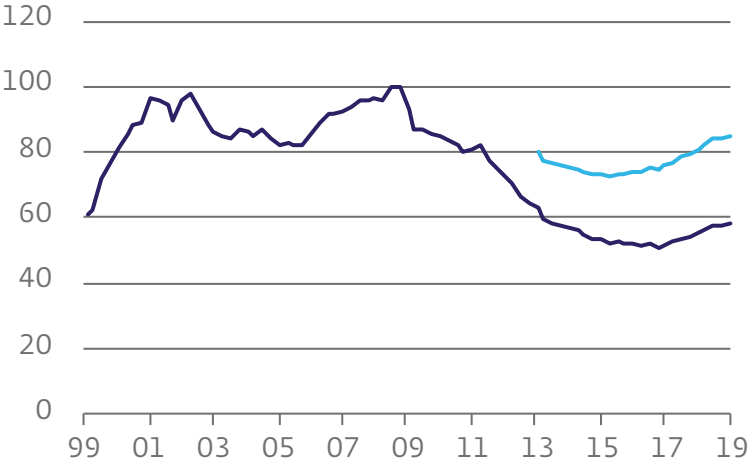
De risicogewichten die banken hanteren voor hypotheekleningen zijn de afgelopen jaren gedaald.

Bekijk figuur 31 →

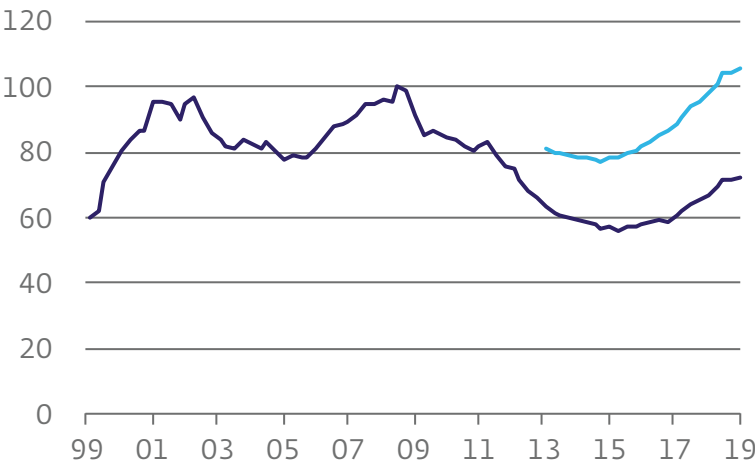
Figuur 28 De betaalbaarheid van woningen verslechtert verder:
in de vier grote steden zijn de financieringslasten bij een volledig annuïtaire
lening hoger dan vlak voor de crisis.

Index, 2008-III=100

Nederland



Vier grote steden



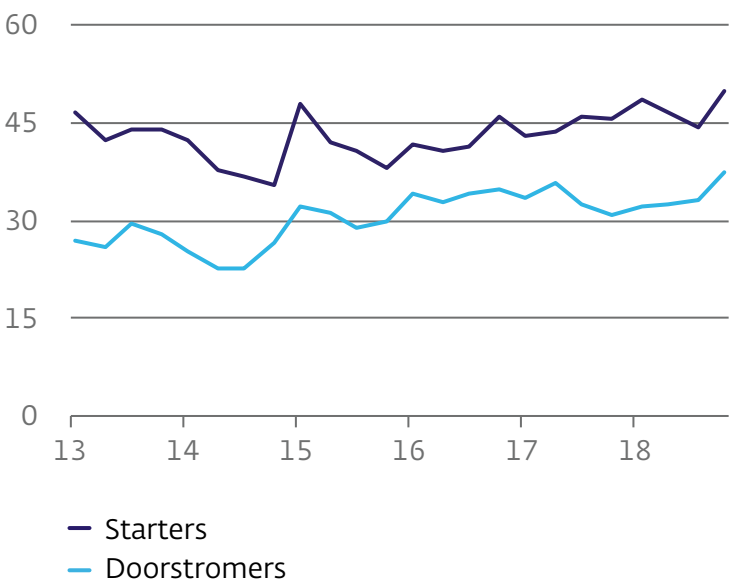
— 100% annuïtair (vanaf 2013)
— 50% annuïtair en 50% aflossingsvrij

Bron: DNB.

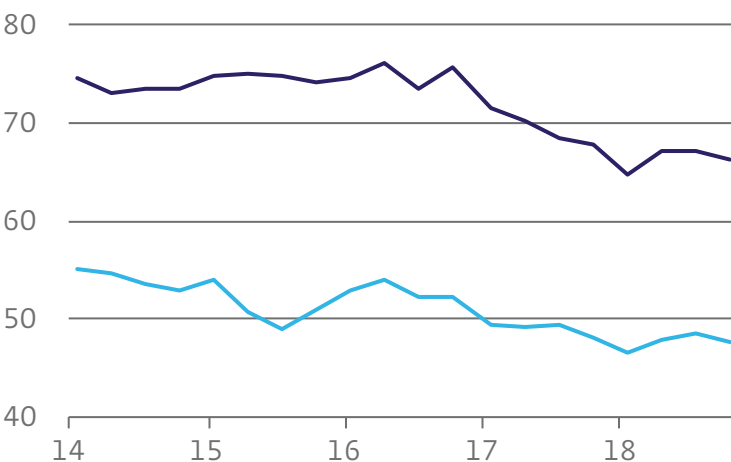
Figuur 29 De helft van de starters kiest momenteel voor een zeer hoge LTI; de daling van het aandeel nieuwe leningen met een zeer hoge LTV lijkt gestopt.

Percentage van de nieuwe productie

LTI hoger dan 90% van de norm



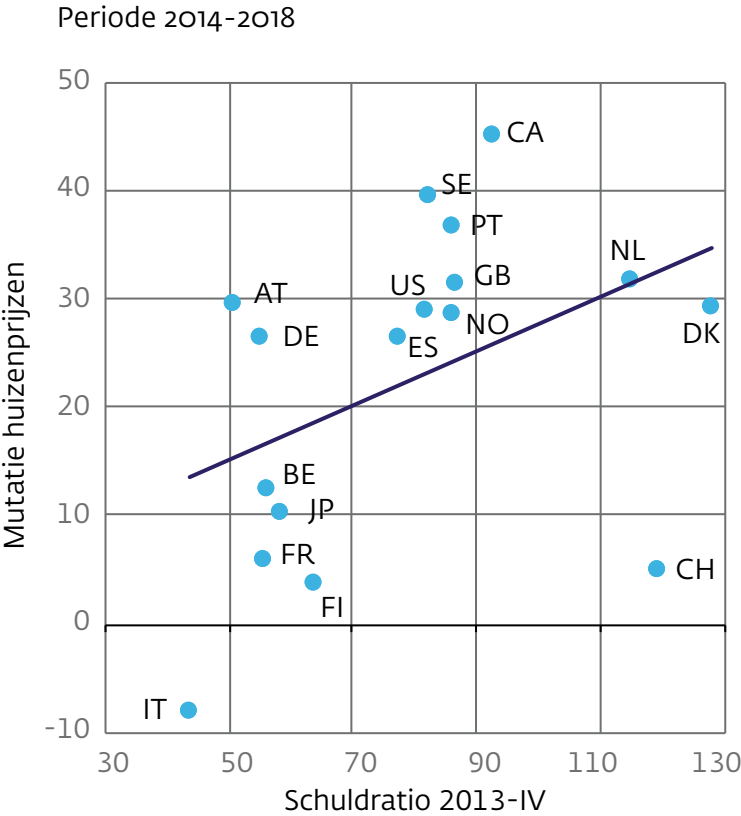
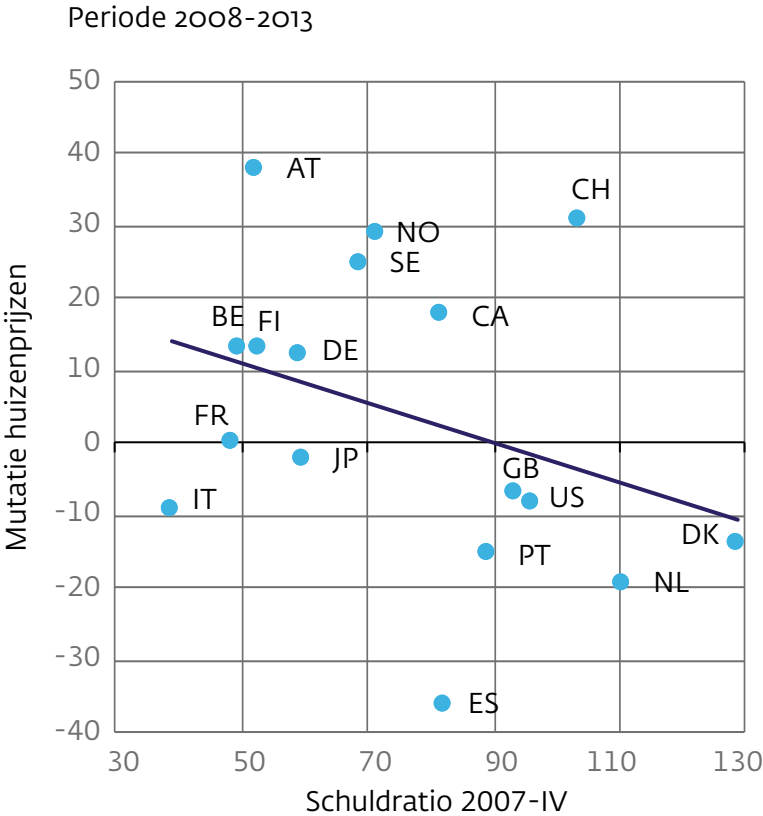
LTV hoger dan 90%



Bron: DNB loan level data.

Figuur 30 In landen met een relatief hoge huishoudschuld was tussen 2008-2013 sprake van een relatief forse daling van de huizenprijzen, terwijl de huizenprijzen er in de periode 2014-2018 sterker stegen.

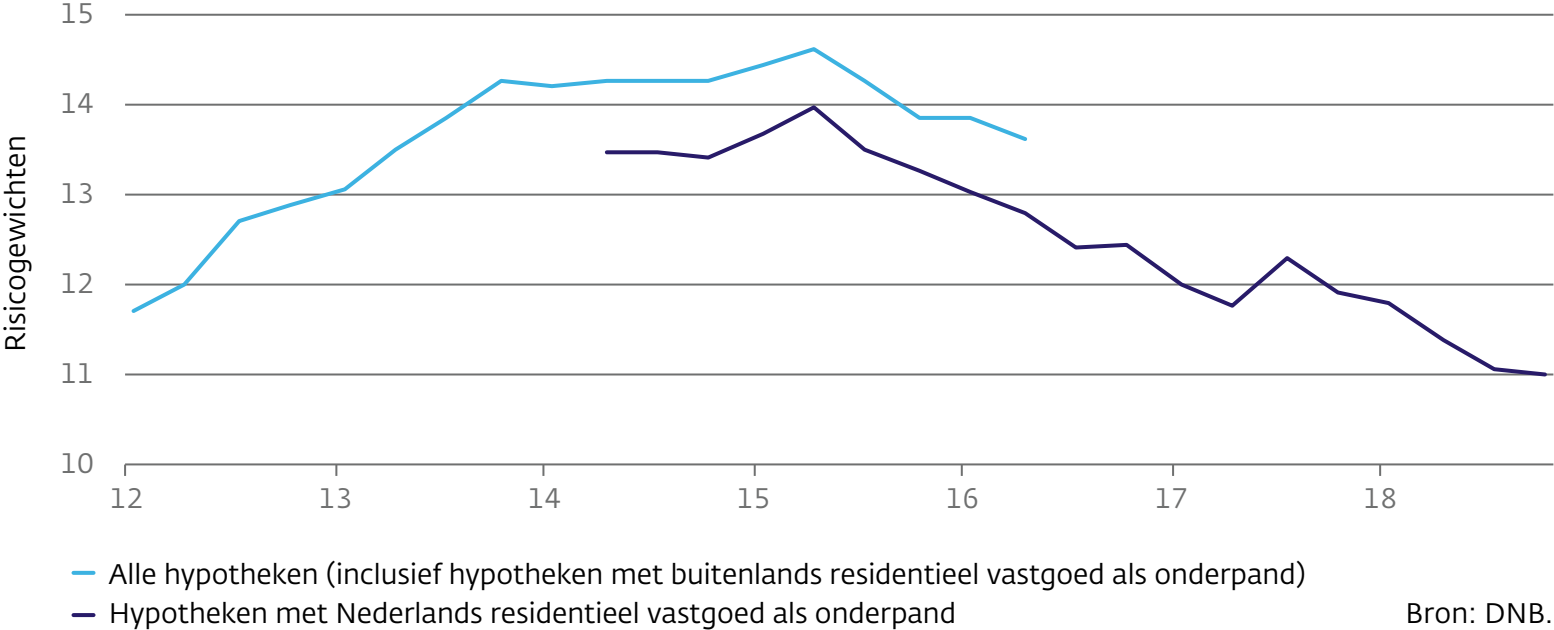
Procenten over periode; schuldratio in procenten bbp



Bron: BIS.

Figuur 31 De risicogewichten die Nederlandse banken hanteren voor hypotheeklen zijn de afgelopen jaren gedaald.

Procenten



Bron: DNB.

Lage rente

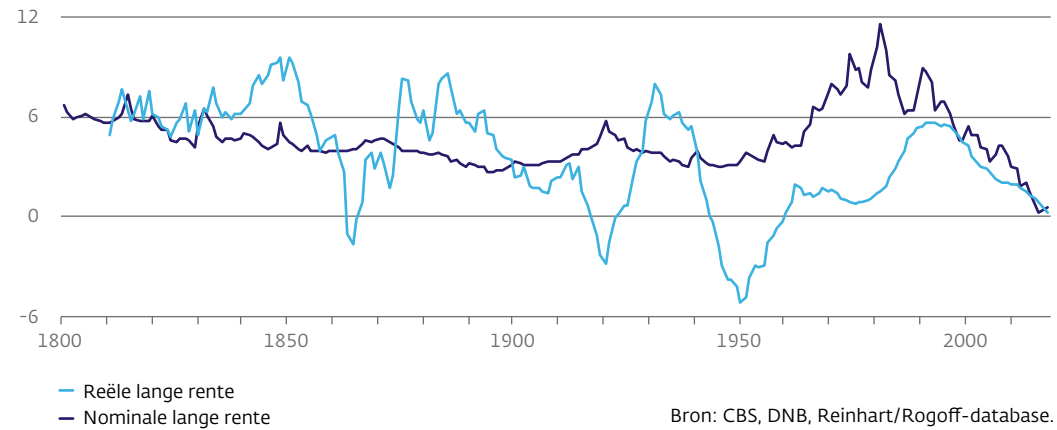
- De rente bevindt zich op een historisch laag niveau (figuur 32). De aanhoudend lage rente zet de financiële positie van Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen onder druk.
- Door de lage rente kunnen verzekeraars en pensioenfondsen worden gestimuleerd om, in een zoektocht naar rendement, nieuwe beleggingsmogelijkheden te zoeken. Dit kan hen mogelijk kwetsbaarder maken voor een marktcorrectie.
- Voor financiële instellingen is het van belang dat zij in staat zijn deze risico's te beheersen en dat het risicoprofiel passend blijft bij de verplichtingen.

Meer weten? Klik op de tabjes.

Risicobeeld
Risicokaart

Figuur 32 De Nederlandse nominale rente bevindt zich op een historisch laag niveau.

Procenten per jaar



Toelichting: De reële lange rente is een tienjaars voortschrijdend gemiddelde, op basis van consumentenprijzen (vanaf 1900) en verschillende bronnen (voor 1900, bron: Reinhart/Rogoff-database).

Lage rente: Achtergrond

De rente bevindt zich op een laag niveau.

Ondanks een lichte stijging in de kapitaalmarktrentes ten opzichte van het dieptepunt medio 2016, bevinden de korte en de lange rente zich nog steeds op een laag niveau ([figuur 33](#)). De aanhoudend lage lange rente is een wereldwijd fenomeen en hangt in belangrijke mate samen met structurele factoren zoals een lagere potentiële groei, toegenomen besparingszin en afgenomen investeringsbereidheid. Daarnaast is de lage rente het gevolg van het ruime monetaire beleid van de ECB. Vanwege de lage inflatie heeft de ECB de rente voor de basisherfinancieringstransacties sinds maart 2016 op 0 procent vastgesteld, en de depositorente op -0,4 procent. De ECB heeft aangegeven te verwachten dat de basisrentetarieven ten minste tot en met eind 2019 op het huidige niveau zullen blijven.

De lage lange rente zet de financiële positie van zowel verzekeraars als pensioenfondsen onder druk. In de afgelopen drie decennia is

de lange rente trendmatig gedaald. Dit pakt voor financiële instellingen met langlopende verplichtingen, zoals verzekeraars en pensioenfondsen, negatief uit. Allereerst leidt een lage rente tot een hogere waarde van de verplichtingen, omdat toekomstige verplichtingen contant worden gemaakt tegen een lage rente. Daarnaast zet de lage rente aan de activakant van de balans de beleggingsrendementen van verzekeraars en pensioenfondsen onder druk.

Mede vanwege afgegeven rendementsgaranties zijn Nederlandse verzekeraars kwetsbaar voor een lage rente. Het merendeel van de langlopende verplichtingen van Nederlandse verzekeraars bestaat uit polissen waarop een rendementsgarantie rust. Echter, de gemiddeld afgegeven garantie in de portefeuille van verzekeraars ligt al sinds 2009 hoger dan de risicovrije rente. Dit maakt het moeilijker om aan dit beloofde rendement te voldoen. De in 2018

door EIOPA uitgevoerde [stresstest](#) bevestigt de gevoeligheid van Nederlandse verzekeraars voor een lage rente scenario. Dit komt vooral doordat de verzekeraars die aan de stresstest deelnamen een relatief hoge concentratie in langlopende levensverzekeringen kennen. Positief is evenwel dat levensverzekeraars in de afgelopen jaren minder en minder hoge rendementsgaranties hebben afgegeven ([DNB](#), 2018).

Verzekeraars hebben sinds de crisis voortgang geboekt met het toekomstbestendig maken van de sector, maar de financiële positie van pensioenfondsen is nauwelijks hersteld. Door de introductie van Solvency II in 2016 is het lastig de solvabiliteitsratio door de tijd te vergelijken. Wel is duidelijk dat de sector door kostenbesparingen, consolidatie en het versoberen van rendementsgaranties financieel gezonder is geworden. Sinds 2016 is de gemiddelde solvabiliteitsratio, vooral bij levensverzekeraars, gestegen. Door de gedaalde

Lage rente: Achtergrond

en lage rente en de stijgende levensverwachting is de financiële positie van pensionsfondsen tijdens de crisis aanzienlijk verslechterd en sindsdien nauwelijks hersteld ([figuur 34](#)).

Een financieel stabiliteitsrisico in het huidige lage-renteklimaat is dat verzekeraars en pensioenfondsen worden gestimuleerd om nieuwe beleggingsmogelijkheden op te zoeken, waardoor activaprijzen kunnen worden opgejaagd. De lage rente kan aanleiding geven tot *search for yield* gedrag, waarbij verzekeraars en pensioenfondsen in toenemende mate gaan beleggen in minder liquide en hoger renderende activa. Hoewel dergelijk gedrag moeilijk is vast te stellen, geven internationale onderzoeken steeds meer bewijs voor een *search for yield* onder institutionele beleggers. Ook binnen Nederland zijn er enkele indicaties dat pensioenfondsen en verzekeraars nieuwe beleggingsmogelijkheden opzoeken. Zo is

het aandeel staatsobligaties in de portefeuille van zowel leven- als schadeverzekeraars gedaald, en is het aandeel van hypotheek, bedrijfsobligaties en vastgoed toegenomen ([figuur 35](#)). Daarnaast is de kredietkwaliteit van de bedrijfsobligatieportefeuille van levensverzekeraars afgenomen. Ook veel Nederlandse pensioenfondsen hebben in de afgelopen jaren een deel van hun staatsobligaties vervangen door hypotheek. De grotere rol van pensioenfondsen en verzekeraars in de verstrekking van hypotheek draagt overigens wel bij aan een evenwichtiger financiering van langlopende kredieten.

Wanneer pensioenfondsen en verzekeraars hun portefeuilles aanpassen naar meer risicovollere en minder liquide beleggingen, worden zij kwetsbaarder voor een marktcorrectie. Hoe een marktschok doorwerkt op financiële instellingen, hangt af van waar de schok plaatsvindt en van

de uitzettingen van de financiële instelling op de betreffende activa. Zo werden tijdens de beurscorrectie van eind 2018, waarbij met name aandelenmarkten hard onderuit gingen, vooral Nederlandse pensioenfondsen hard geraakt. Dit kwam vooral doordat pensioenfondsen een risicovollere beleggingsmix dan verzekeraars hanteren ([figuur 36](#)). Voor pensioenfondsen is het belang van aandelen in de belegde activa relatief groot, vanwege hun lange termijn horizon in combinatie met hun indexatie-ambities (zie [DNB](#), 2019).

Meer weten?

- In het [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), Voorjaar 2017 worden de gevolgen van langdurig lage rentes onderzocht.
- De kwetsbaarheden van de verzekeringssector zijn verder belicht in het [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), Najaar 2018.

Lage rente: Beleid

Wanneer financiële instellingen hun risicoprofiel vergroten, is het van belang dat zij in staat zijn deze nieuwe risico's te beheersen en dat het risicoprofiel passend is bij de verplichtingen. Door een langdurig lage rente kunnen bedrijfsmodellen van financiële instellingen onder druk komen, waardoor zij geneigd kunnen zijn nieuwe, risicovollere, beleggingsmogelijkheden op te zoeken. Dit maakt hen in potentie kwetsbaarder voor marktcorrecties. Financiële instellingen dienen primair zelf in hun risicomanagement rekening te houden met mogelijk scherpe marktcorrecties. Instellingen kunnen zelf stresstesten uitvoeren om de gevolgen van potentiële schokken in kaart te brengen.

Een adequate waardering van de verplichtingen blijft essentieel. Een consistente waardering van de balans op basis van de actuele waarde zorgt ervoor dat de gevolgen van een lage rente direct zichtbaar worden. Vanuit

dit perspectief maakt DNB zich sterk om in de evaluatie van de *Long Term Guarantee* (LTG) maatregelen binnen Solvency II aan te sturen op aanpassingen waarbij het verschil tussen de wettelijke en economische financiële positie wordt verkleind en niet verder oploopt.

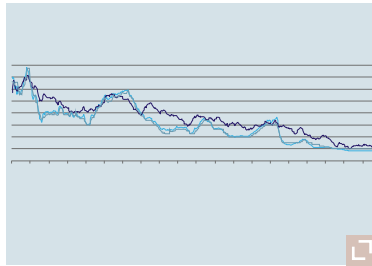
Het blijft belangrijk rekening te houden met onbedoelde neveneffecten van regelgeving. Regelgeving gaat risicozoekend gedrag onder pensioenfondsen en verzekeraars voor een deel tegen. Zo staat er tegenover meer risico dat door een verzekeraar of pensioenfonds wordt genomen, een hogere kapitaalseis of hoger vereist vermogen. Tegelijkertijd heeft regelgeving soms onbedoelde neveneffecten. Zo kan de toepassing van de *Volatility Adjustment* onder Solvency II leiden tot een prikkel om meer beleggingsrisico te nemen. Het adresseren van onbedoelde neveneffecten van de *Volatility Adjustment* is onderdeel van de inzet van DNB in de Solvency II *Review*.

Het verder versoberen van rendementsgaranties is wenselijk. Het versoberen van garanties, bijvoorbeeld door de hoogte of de looptijd ervan te beperken, maakt levensverzekeraars minder kwetsbaar voor een lage rente. Hoewel Nederlandse verzekeraars al terughoudender zijn geworden met het verstrekken van garanties, is een verdere versoering wenselijk (zie [DNB](#), 2018).

Risicobeeld

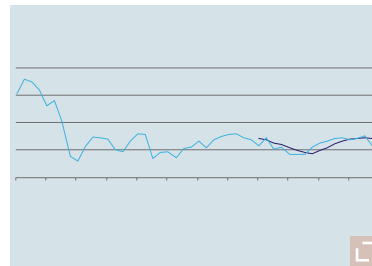
Risicokaart

Lage rente: Cijfers



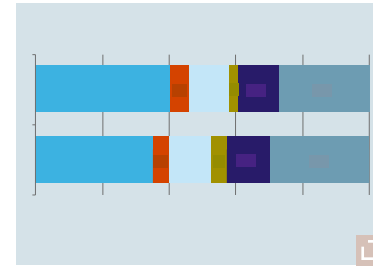
Korte en lange rentes in Nederland zijn historisch laag.

[Bekijk figuur 33 →](#)



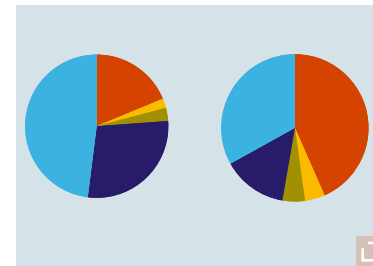
Dekkingsgraad pensioenfondsen is sinds de crisis fors gedaald en sindsdien nauwelijks hersteld.

[Bekijk figuur 34 →](#)



Levensverzekeraars beleggen in toenemende mate in hypotheek, bedrijfsobligaties en vastgoed.

[Bekijk figuur 35 →](#)

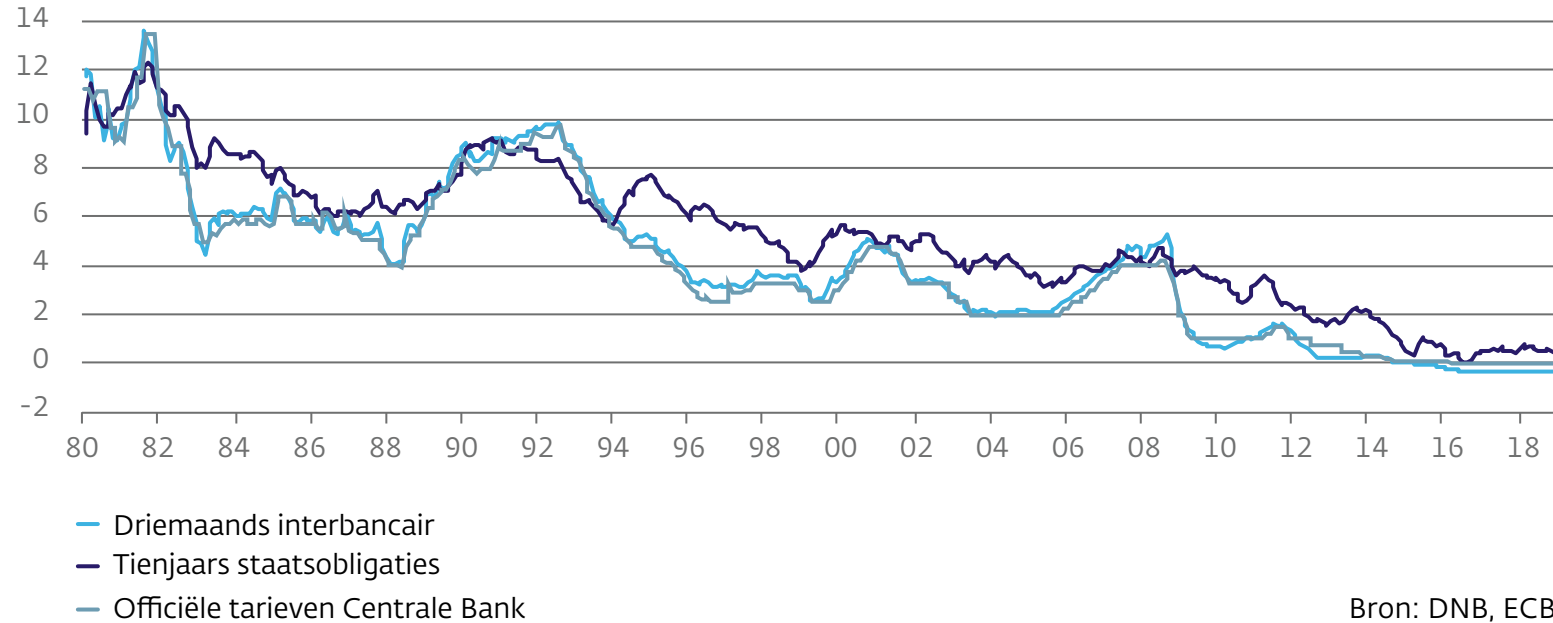


Voorals pensioenfondsen hebben grote, en relatief risicovolle, beleggingsportefeuilles.

[Bekijk figuur 36 →](#)

Figuur 33 Korte en lange rentes in Nederland zijn historisch laag.

Procenten per jaar



Bron: DNB, ECB.

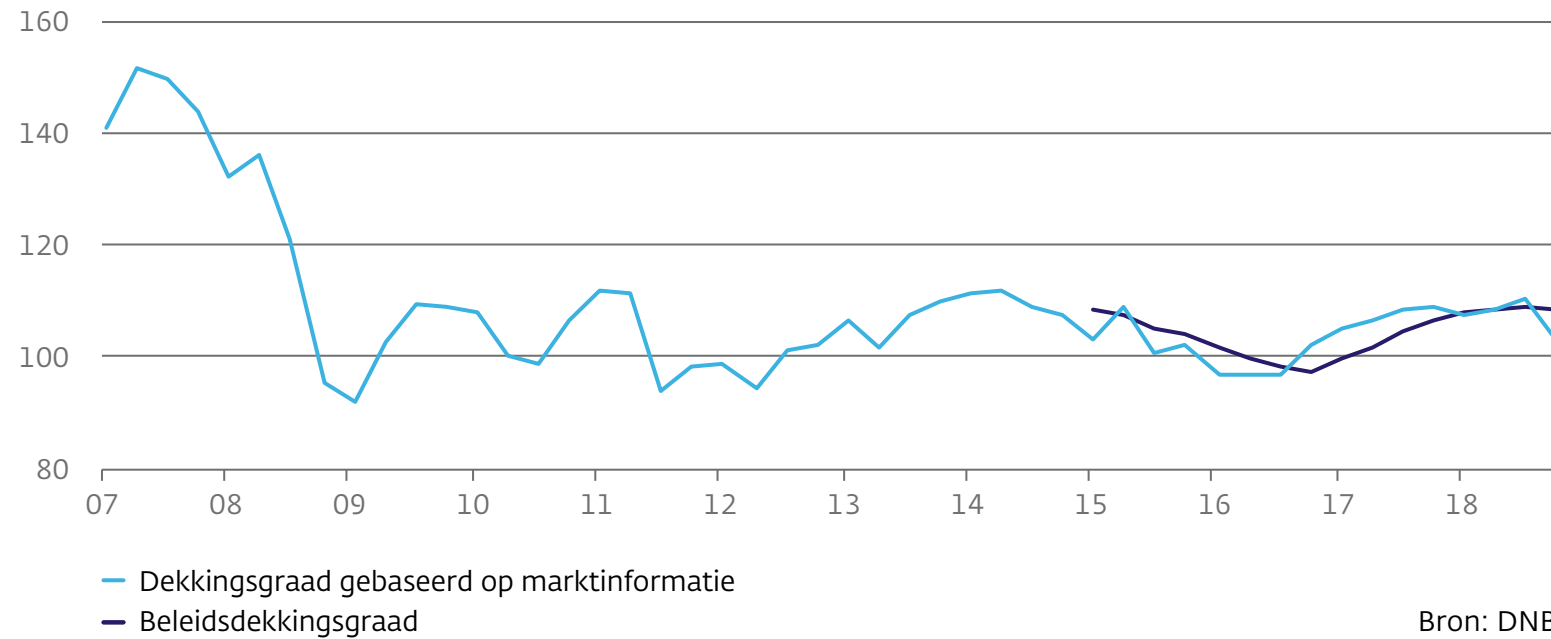
Toelichting: De officiële tarieven betreffen voor 1980-1998 de rente op speciale beleningen van DNB en vanaf 1999 de refirente van de ECB.

Risicobeeld

Risicokaart

Figuur 34 Dekkingsgraad pensioenfondsen is sinds de crisis fors gedaald en sindsdien nauwelijks hersteld.

Procenten



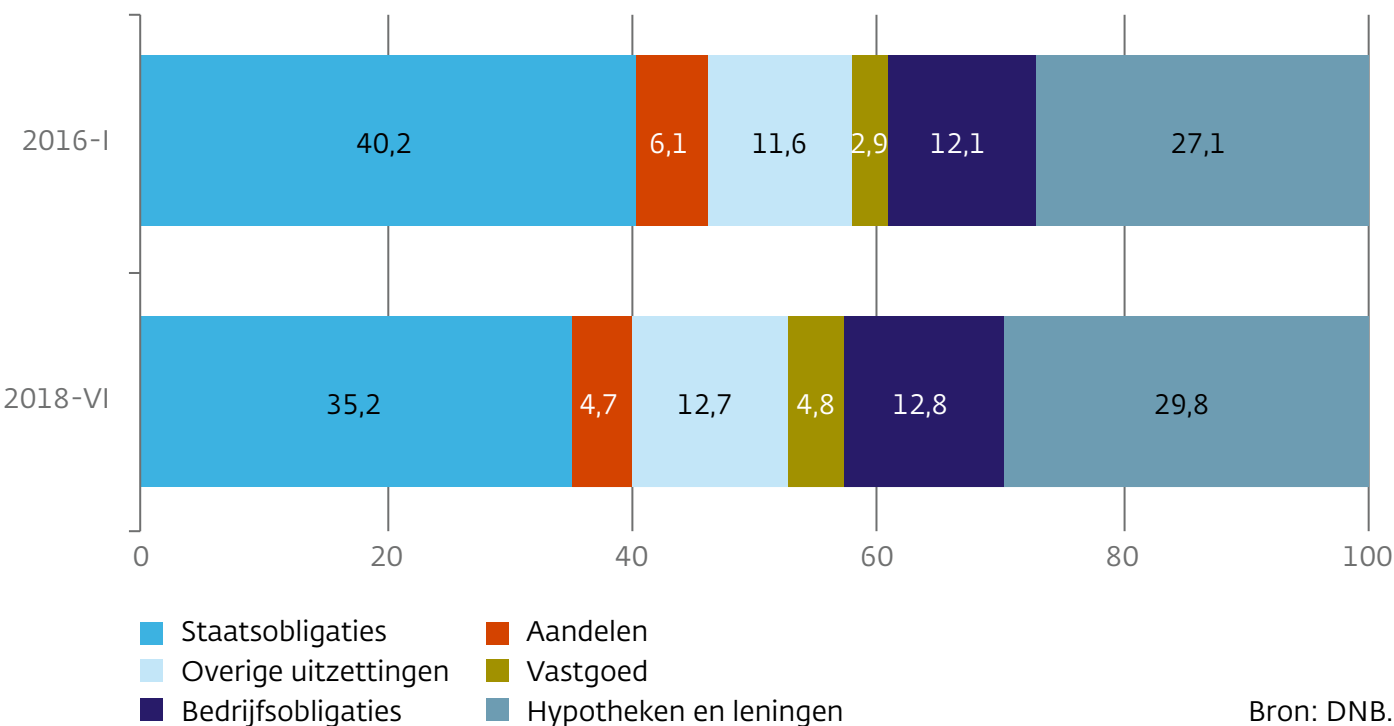
Bron: DNB.

Risicobeeld

Risicokaart

Figuur 35 Levensverzekeraars beleggen in toenemende mate in hypotheke, bedrijfsobligaties en vastgoed.

Procentueel aandeel in totale beleggingsportefeuille

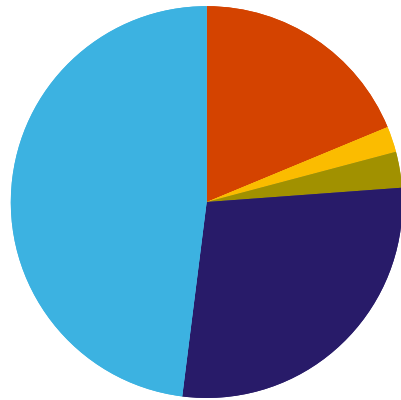


Toelichting: Deze cijfers zijn exclusief *unit-linked* en *index-linked* producten.

Figuur 36 Vooral pensioenfondsen hebben grote, en relatief risicovolle, beleggingsportefeuilles.

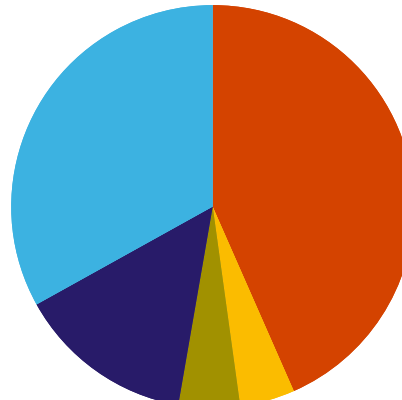
Aandeel in totale aandelen- en obligatieportefeuille, 2018-III

Verzekeraars



- Aandelen
- Obligaties - *high yield*
- Staatsobligaties overige landen

Pensioenfondsen



- Obligaties - *investment grade*
- Staatsobligaties met een hoge kredietwaardigheid

Bron: DNB-Effectenstatistiek.