



Overzicht Financiële Stabiliteit Voorjaar 2014

De Nederlandsche Bank

Overzicht Financiële

Stabiliteit

© 2014 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 1000

Dit document is samengesteld op basis van data beschikbaar t/m 21 maart 2014, tenzij anders vermeld.

Afkortingen landen volgens ISO-norm.

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

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

Inhoud

Voorwoord	5
1 Overzicht financiële stabiliteit	7
<i>Box 1 - Macroprudentieel beleid: een nieuwe DNB-taak</i>	14
2 Veranderingen in de financiële structuur – gevolgen voor systeemrisico's	15
3 Risico's in de Nederlandse hypothekenportefeuille	21
4 Systeemrisico's door centrale afwikkeling van derivaten	27
Afkortingen	33

Voorwoord

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

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

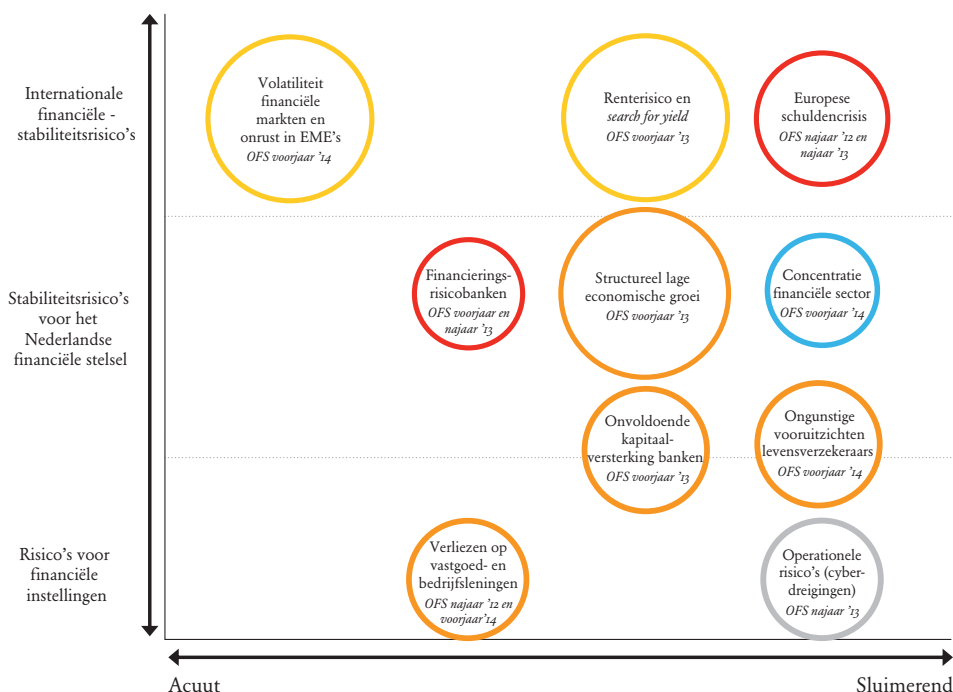
Het OFS bevat geen voorspellingen, maar analyseert scenario's. DNB beoogt met de kennis van nu een zo goed mogelijke risicoanalyse te geven van potentiële toekomstige bedreigingen voor het financiële stelsel. Waar mogelijk doet DNB beleidsaanbevelingen die deze risico's kunnen tegengaan. De analyses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

I Overzicht Financiële Stabiliteit

Aandachtspunten en aanbevelingen

- De volatiliteit op mondiale financiële markten is in de afgelopen maanden toegenomen, wat met name opkomende economieën raakt. Daar staat tegenover dat de financiële spanningen binnen Europa zijn afgenomen. Het opschonen en versterken van Europese bankbalansen is cruciaal voor verder herstel. Dit geldt ook voor Nederlandse banken, die goed op weg zijn om te voldoen aan de nieuwe kapitaaleisen, maar rekening moeten blijven houden met toenemende kredietrisico's en bescheiden winsten.
- De Nederlandse bankensector wordt kleiner en beter gekapitaliseerd. Tegelijkertijd neemt de concentratie op de Nederlandse markt toe en blijft de afhankelijkheid van marktfinanciering groot. In de Europese bankenunie worden deze risico's beter beheersbaar, maar daarnaast is het belangrijk om de kwetsbaarheden zélf te verminderen. Dit kan door het voor institutionele beleggers aantrekkelijker te maken om kredieten te financieren, bijvoorbeeld door de oprichting van een Nederlandse Hypotheekinstelling (NHI).
- De Nederlandse hypotheekportefeuille lijkt op een Januskop. Enerzijds zijn betalingsachterstanden en verliezen op hypotheek tot nu toe heel beperkt gebleven. Anderzijds blijft de grote hypotheekportefeuille een kwetsbaarheid van het Nederlandse financiële stelsel. Vooral het grote aantal onderwaterhypotheek vormt nog geruime tijd een latent risico voor banken en voor de overheid.
- Beleidshervormingen rondom de derivateninfrastructuur verkleinen financiële stabiliteitsrisico's. Tegelijkertijd wordt de risicoconcentratie bij centrale tegenpartijen vergroot en kan onderpandschaarste bij individuele instellingen optreden. Deze risico's worden verminderd door de soliditeit van centrale tegenpartijen te versterken, de impact van het faillissement van een centrale tegenpartij te verkleinen en procyclische elementen terug te dringen.

Figuur 1 - Risicokaart



De risicokaart geeft een schematisch en actueel overzicht van de belangrijkste risico's die groepen instellingen of hele sectoren raken en het Nederlandse financiële stelsel en uiteindelijk ook de economie kunnen ontwrichten. De omvang van een cirkel geeft de omvang van het risico weer, kleuren groeperen risico's met een grote onderlinge wisselwerking. Per risico is aangegeven in welk OFS hier aandacht aan is besteed.

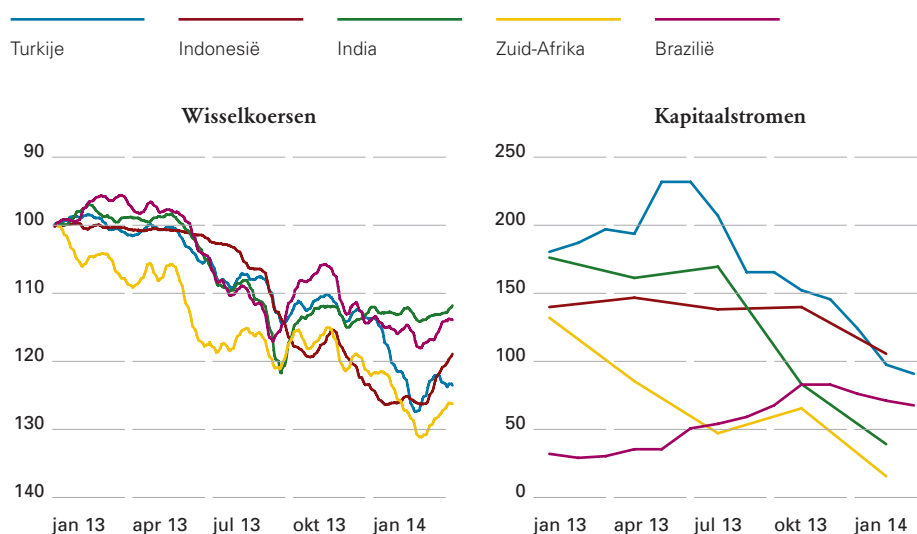
Internationale omgeving

Mondiale financiële markten stonden de afgelopen maanden in het teken van de onrust in opkomende economieën. In een aantal landen is deze onrust vooral het gevolg van binnenlandse economische of politieke problemen. Daarnaast werden opkomende economieën (*emerging market economies*, EME's) geraakt door de toename in risicoaversie in reactie op het vooruitzicht van een krappere monetair beleid in de VS. Hierdoor kregen vooral EME's die de laatste jaren in trek waren bij investeerders te maken met dalende aandelenkoersen, wisselkoersdepreciatie en kapitaaluitstroom (grafiek 1). Hierop besloten verschillende centrale banken in deze landen hun beleidsrentes te verhogen. Hoewel dit de kapitaaluitstroom en de wisselkoersdepreciatie tegengaat, leidt dit ook tot krappere monetaire condities. Dit heeft de onzekerheid over de groeivoorzichten van EME's vergroot en vormt daarmee ook een risico voor het economische herstel in de ontwikkelde economieën.

Gedurende de *exit* van het ruime monetaire beleid in de VS moet rekening worden gehouden met een grotere marktvolatiliteit, zelfs als deze zorgvuldig wordt uitgevoerd. Dit komt mede doordat de aankomende exit volgt op een ongeëvenaard lange periode van zeer ruim monetair beleid. Onconventionele monetaire maatregelen hebben de afgelopen jaren de volatiliteit op financiële markten beperkt. Tegelijkertijd is door de lage rentes een sterke *search for yield* op gang gekomen, die op verschillende manieren een bedreiging kan vormen voor de financiële stabiliteit. De sterke vraag naar bepaalde vermogenscategorieën heeft geleid tot prijsopdriving en mogelijk zelfs zeepbelvorming. De lage obligatierente is voor bedrijven een prikkel geweest om extra schuldfinanciering aan te trekken (grafiek 2), waardoor zij kwetsbaarder zijn geworden voor renteschokken. Anticiperend op de afbouw van het zeer ruime monetaire beleid in de VS, stellen marktpartijen zich de vraag of overheden en bedrijven in staat zullen zijn zich aan te passen aan een minder ruime beschikbaarheid van financiering. Onzekerheid hierover kan, in combinatie met de vooralsnog aanhoudende *search for yield*, leiden tot sterke fluctuaties in kapitaalstromen en activaprijzen.

Grafiek 1 - Opkomende economieën onder druk

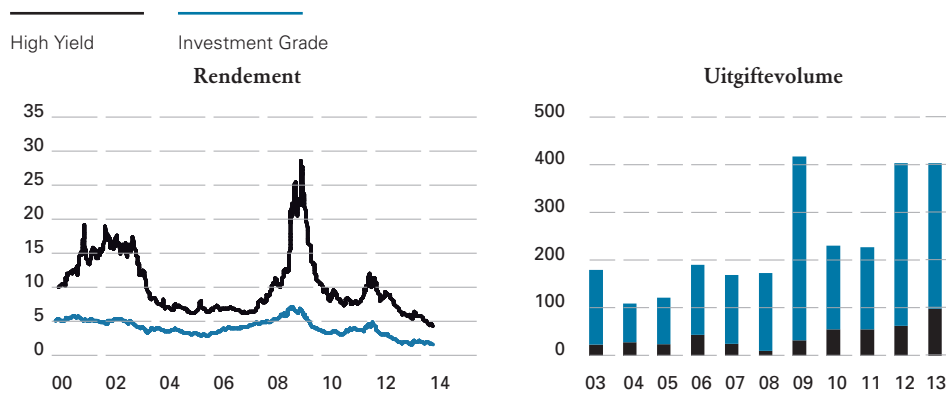
Wisselkoersen ten opzichte van USD. 1 januari 2013 = 100. Kapitaalstromen als éénjaars voortschrijdende som van buitenlandse bruto portfolio-investeringen, index, gemiddelde 2011 = 100



Bron: Thomson Reuters Datastream en centrale banken van betreffende landen.

Grafiek 2 - Lage rente stimuleert schuldfinanciering

Obligaties van niet-financiële bedrijven in Europa. Rendement in procenten. Uitgiftevolume in EUR miljard



Bron: Thomson Reuters Datastream en Dealogic.

Ontwikkelingen in Europa

De risicoperceptie van beleggers ten aanzien van Europese overheden en banken is verbeterd. Bestendiging hiervan vereist dat onderliggende kwetsbaarheden verder worden verminderd. Het betere sentiment uit zich onder meer in hogere *price-to-book*-ratio's van banken en lagere rentes op staatsobligaties van de meest kwetsbare landen (grafiek 3). De verbeterde risicoperceptie ten aanzien van Europese overheden en banken hangt deels samen met de onrust in opkomende economieën. Nu deze markten minder in trek zijn bij beleggers, stroomt financiering terug naar de Europese periferie. De voorzichtige tekenen van economisch herstel in het eurogebied en de succesvolle afronding van de Ierse en Spaanse steunprogramma's dragen hieraan bij. Ook is belangrijke voortgang geboekt bij de aanpak van onevenwichtigheden: meerdere kwetsbare lidstaten hebben structurele hervormingen doorgevoerd, vooral op de arbeidsmarkt, hun concurrentiepositie

Grafiek 3 - Sentiment op financiële markten verbeterd

Price-to-book ratio van banken en rendement op tienjaars overheidsobligaties, in procenten



Ratio op basis van MSCI-index voor banken.
Bron: Thomson Reuters Datastream.

GIIPS: Griekenland, Italië, Ierland, Portugal, Spanje.
DNFAF: Duitsland, Nederland, Frankrijk, Oostenrijk, Finland.

verbeterd en tekorten op de lopende rekening teruggedrongen. Voorts is in enkele landen een begin gemaakt met het afbouwen van overheidsschulden en -tekorten. Ondanks deze positieve ontwikkelingen zal het nog geruime tijd duren voordat de private en publieke schulden overal tot een houdbaar niveau terug zijn gebracht. Dit hangt bovenal af van groeiherstel. Hiervoor zijn verdere structurele hervormingen noodzakelijk, met name door het wegnemen van rigiditeiten op goederen- en dienstenmarkten, zoals overmatige regelgeving en toetredingsbarrières. Indien deze hervormingen uitblijven, kan het marktsentiment weer omslaan, met hogere financieringskosten tot gevolg.

De afbouw van de monetaire verruiming in de VS en de onrust in opkomende economieën kunnen het herstel in het eurogebied belemmeren door hogere financieringskosten en een verslechtering van de concurrentiepositie. Doordat lange rentes in Europa en de VS historisch sterk gecorreleerd zijn, zullen de financieringskosten van Europese overheden, bedrijven en financiële instellingen toenemen bij een stijging van de Amerikaanse rente. Bovendien worden Europese producten en diensten door de wisselkoersdepreciaties in opkomende economieën duurder. Vooral de landen in het eurogebied die veel exporteren naar opkomende economieën of er juist sterk mee concurreren, worden hierdoor geraakt. Simulaties suggereren dat de economische groei in het eurogebied in 2014 hierdoor een kwart tot een half procentpunt lager kan uitvallen. Voor Nederland zijn de gevolgen aanzienlijk groter: in de meeste simulaties wordt ons land ongeveer tweemaal zo hard geraakt.

Voor krachtig economisch herstel is verdere versterking van de Europese bankensector noodzakelijk. De grondige beoordeling van banken die onder ECB-toezicht komen, draagt hieraan bij. DNB werkt samen met de ECB en andere toezichthouders aan een diepgaande beoordeling van bankbalansen, de *Comprehensive Assessment*. Deze bestaat uit een balansonderzoek (*Asset Quality Review, AQR*) en een stresstest. Dit creëert duidelijkheid over de gezondheid van banken in het eurogebied en kan het vertrouwen in de bankensector versterken. De AQR is diepgaand en beslaat ten minste de helft van de risicogewogen activa van de deelnemende banken. Deelname van externe deskundigen draagt bij aan de onafhankelijkheid van de beoordelingen. Om te voorkomen dat de uitkomst van het balansonderzoek tot onrust leidt, dienen overheden van tevoren duidelijkheid te scheppen over de manier waarop een eventuele herkapitalisatie wordt vormgegeven en wie de verliezen draagt bij de afwikkeling van banken die de lat niet halen. Het Amerikaanse *Supervisory Capital Assessment Program* uit 2009 onder negentien grootbanken kan hierbij als voorbeeld dienen. Cruciaal in dit programma waren de onaantrekkelijke voorwaarden voor de banken wanneer zij een eventueel kapitaaltekort niet zelfstandig konden aanvullen en een beroep deden op de publieke achtervang. Deze onaantrekkelijke voorwaarden, waaronder verwatering van oorspronkelijke aandelen en restricties op dividenduitkeringen en salarissen, gaven banken een sterke prikkel om privaat kapitaal aan te trekken. Het resultaat hiervan was dat de tien banken die voor de test waren gezakt, zich op één na zonder overheidssteun hebben geherkapitaliseerd.

Als banken zichzelf weer volledig kunnen financieren, vergemakkelijkt dat de afbouw van het onconventionele monetaire beleid in het eurogebied. Naast een verlaging van de beleidsrente hebben de Europese monetaire autoriteiten, net als in de VS, onconventionele middelen ingezet. Dit betreft de ruime liquiditeitsverschaffing via normale en zeer langlopende herfinancieringsoperaties (VLTRO's) alsook de verruiming van het beleenbare onderpand. Deze ruime liquiditeitscondities stellen banken in de gelegenheid om hun financiële positie te versterken, maar hebben ook bijeffecten, zoals de reeds genoemde search for yield. Pas als duidelijk is dat de balansen van banken voldoende zijn hersteld, wordt het makkelijker om ook in het eurogebied het onconventionele monetaire beleid geleidelijk af te bouwen. Het

ontwerp van de VLTRO's voorziet daarbij overigens in een automatische beëindiging als banken hierop aflossen.

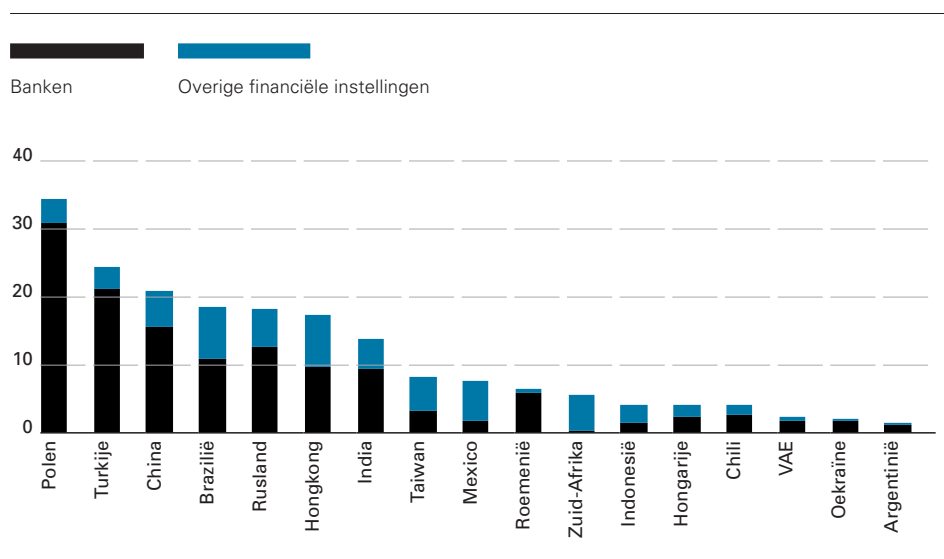
Een effectief Europees resolutiemechanisme is een noodzakelijk onderdeel van de bankenunie. Met het politieke akkoord dat in maart 2014 is gesloten over een Europees resolutiemechanisme (*Single Resolution Mechanism*, SRM) is een belangrijke stap gezet naar de totstandkoming van een effectieve bankenunie. Hierbij worden verliezen in eerste aanleg door aandeelhouders en crediteuren gedragen, waarbij voor een ordelijke afwikkeling tijdelijke financiering uit het resolutiefonds of – als ultieme achtervang – uit publieke middelen nodig kan zijn. Het resolutiefonds zal in acht jaar worden opgebouwd op basis van 1% van de gedekte deposito's, waarbij binnen de eerste drie jaar 70% van de nationale compartimenten wordt samengevoegd. De Resolutieraad krijgt de mogelijkheid om voor het fonds een kredietfaciliteit met een 'Europees publiek instrument' af te sluiten die als achtervang kan dienen ingeval de middelen van het fonds zijn uitgeput. Besluitvorming in het resolutiemechanisme geschiedt voornamelijk door de *executive*-samenstelling van de Resolutieraad, waarna de Europese Commissie het voorstel kan voorleggen aan de Raad indien zij materieel wil afwijken van het voorstel van de Resolutieraad. Indien meer dan EUR 5 miljard van het Resolutiefonds wordt ingezet, besluit de plenaire samenstelling.

Het Nederlandse financiële stelsel

Nederlandse financiële instellingen worden vooral geraakt door de onrust in opkomende landen voor zover dit de groei in Europa onder druk zet. De Nederlandse financiële sector heeft in totaal bijna EUR 190 miljard uitstaan in de belangrijkste opkomende landen (grafiek 4). Dit is 11% van de totale buitenlandse activa, oftewel enkele procenten van hun balanstotaal. Mede doordat DNB banken met grote uitzettingen op kwetsbare landen extra kapitaaleisen oplegt, is de Nederlandse financiële sector goed in staat eventuele directe verliezen op te vangen. De onrust in opkomende landen kan de financiële sector wel indirect raken, indien dit het herstel in Europa vertraagt en daarmee de economische groei in Nederland onder druk zet.

Grafiek 4 - Uitzettingen Nederlandse financiële instellingen op opkomende economieën beperkt

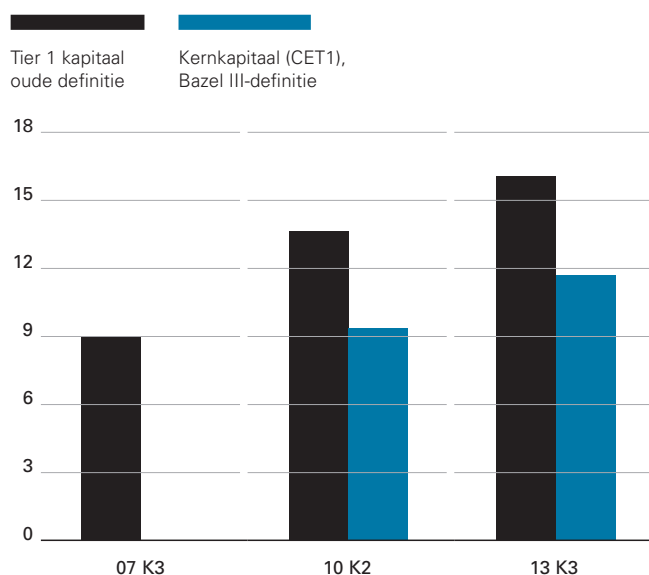
Per ultimo 2013. In EUR miljard



Bron: DNB.

Grafiek 5 - Nederlandse banken hebben meer en beter kapitaal

Getoonde Bazel III-definitie wijkt marginaal af van de nieuwe Europese definitie onder CRR/CRD IV. Gewogen kernkapitaalratio in procenten



Cijfers op basis van 2013K3 gegevens, met Bazel III-kapitaaldefinities zoals van toepassing in het eindpunt (januari 2022).
Bron: DNB.

In de huidige situatie van zeer ruim monetair beleid is het van belang dat financiële instellingen goed bestand zijn tegen een rentestijging. Daarom is renterisico in 2013 onderzocht door DNB in het kader van het toezicht op banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Een renteschok kan financiële instellingen op uiteenlopende manieren raken. Een stijging van de korte en lange rente is in principe negatief voor banken doordat ze in eerste instantie immers vooral hun financieringskosten zien stijgen. Uit het genoemde onderzoek blijkt echter dat banken voldoende kapitaal hebben om een relatief grote schok van 200 basispunten op te vangen. Voor levensverzekeraars en pensioenfondsen is een hogere risicovrije rente juist gunstig. Zij gaan langlopende verplichtingen aan, die gevoeliger zijn voor de rente dan hun – doorgaans minder langlopende – vastrentende beleggingen. Bij een rentestijging daalt daarom de huidige waarde van de verplichtingen meer dan de beleggingen, wat gunstig is voor de financiële positie.

De recessie heeft geleid tot opgelopen kredietverliezen bij banken. De toename van het aantal problemleningen is het hoogst in het midden- en kleinbedrijf (5,7% van het kredietvolume in het vierde kwartaal van 2013¹), gevolgd door grootzakelijke kredieten (3,5%) en hypotheek (1,3%). Met name voor hypotheek blijft het percentage laag, maar dit loopt wel geleidelijk op. Hoofdstuk 3 gaat nader in op de kwetsbaarheden in de Nederlandse hypotheekportefeuilles.

Banken zijn goed op weg om te voldoen aan de nieuwe kapitaaleisen. De afgelopen jaren is de solvabiliteit van Nederlandse banken duidelijk verbeterd. Hierbij zijn niet alleen de kapitaalratio's toegenomen, maar is ook de berekening van deze ratio's strenger geworden door de nieuwe Bazel III-eisen (grafiek 5). Banken moeten de verbetering van hun kapitalisatie voortzetten om te kunnen voldoen aan de aangescherpte prudentiële eisen. Dit zijn, behalve de hogere internationale Bazel III-eisen, ook nationale kapitaalopslagen vanwege de hogere ongewogen eis voor

¹ Gedefinieerd als betalingsachterstand van meer dan 90 dagen.

de hefboomratio (*leverage ratio*) en de extra buffereis voor systeembanken. Als de winsten van banken de komende jaren meegroeien met de macro-economische vooruitzichten, dan zijn ze in staat aan alle eisen (inclusief de 4% leverage ratio) te voldoen en kunnen zij de kredietvraag accommoderen die hoort bij de geraamde economische ontwikkeling. Wanneer winsten lager uitvallen of de mogelijkheid tot schuldemissie ontoereikend is, dan ontstaat een discrepantie tussen kredietaanbod en kredietvraag, die de reële bestedingen negatief beïnvloedt en daarmee de economische groei wat lager doet uitvallen.²

De toegang van banken tot marktfinanciering is verbeterd, maar blijft een belangrijke kwetsbaarheid. Nederlandse banken hebben relatief veel kredieten – met name hypotheekleningen – uitstaan. Doordat zij deze niet volledig kunnen financieren met deposito's, zijn zij aangewezen op marktfinanciering. De afgelopen jaren is de verhouding tussen leningen en deposito's iets gedaald (hoofdstuk 2). Bovendien krijgt marktfinanciering een steeds stabiel karakter: het gedeelte met een looptijd van meer dan één jaar is tussen medio 2012 en september 2013 gestegen met 15% tot ruim de helft van de marktfinanciering. Dit alles neemt niet weg dat de afhankelijkheid van marktfinanciering een belangrijke kwetsbaarheid blijft voor de Nederlandse bankensector. Deze financiering is immers gevoelig voor veranderingen in het marktsentiment. Bovendien is aannemelijk dat de leningen/deposito-ratio bij het aantrekken van de economie weer gaat oplopen.

Financiële instellingen kunnen bijdragen aan verder herstel van het vertrouwen van marktpartijen en consumenten door het vergroten van hun transparantie en het versterken van hun integriteit. Het Nederlandse Financieel Stabieliteitscomité, dat bestaat uit vertegenwoordigers van het ministerie van Financiën, AFM en DNB, heeft Nederlandse banken aangespoord transparanter te zijn over voorzieningen en herstructureringen van leningen. Hiermee wordt invulling gegeven aan aanbevelingen die internationaal in FSB-verband overeen zijn gekomen. Incidenten waarbij de integriteit van financiële instellingen in het geding is, leiden behalve tot negatieve financiële consequenties ook tot maatschappelijke onvrede en kunnen zo een bedreiging vormen voor de stabiliteit van de sector als geheel. Enkele recente gebeurtenissen – waaronder *cybercrime*-incidenten en de Libor-affaire – illustreren dit. DNB besteedt daarom in het kader van thematisch toezicht speciale aandacht aan cybercrime, marktmanipulatie, gedrag en cultuur en belangenverstrengeling binnen financiële instellingen.³

² DNB (2014), Kredietverlening en bancaire kapitaal, Occasional Study, nog te verschijnen.

³ Zie DNB (2013), Thema's DNB toezicht 2014; DNB (2014), Visie DNB toezicht 2014-2018.

Box 1 - Macroprudentieel beleid: een nieuwe DNB-taak

Vanaf 2014 is het bevorderen van de financiële stabiliteit in de Bankwet expliciet verankerd als DNB-taak. Om deze taak uit te voeren heeft DNB de beschikking gekregen over macroprudentiële instrumenten, die onderdeel uitmaken van de nieuwe Europese regelgeving voor het banktoezicht. Voorbeelden hiervan zijn:

- Extra kapitaalbuffers voor systeembanken;
- Extra kapitaalbuffers bij overmatige kredietgroei;
- Aanscherping risicogewichten voor vastgoeduitzettingen.

Binnen de Europese bankenunie behoudt DNB haar macroprudentiële taak. Nationale autoriteiten hebben het voortouw bij de inzet van macroprudentiële instrumenten. Dit geldt ook voor instrumenten die aangrijpen buiten de bankensector. Een voorbeeld daarvan zijn LTV-limieten, die in Nederland worden vastgesteld door het kabinet.

Het eerste macroprudentiële instrument dat DNB wenst in te zetten is de extra buffereis voor banken die zijn aangemerkt als systeemrelevant: ABN Amro, ING, Rabobank en SNS. Deze instellingen spelen een dominante rol in het geconcentreerde Nederlandse financiële stelsel (zie hoofdstuk 2). Door aan deze banken een extra buffereis op te leggen, vergroot DNB de schokbestendigheid van deze instellingen, en daarmee die van het financiële stelsel als geheel.

DNB zal in haar Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS) en in ad hoc-publicaties over specifieke thema's nadrukkelijker dan voorheen stilstaan bij de manier waarop zij invulling geeft aan haar stabiliteitstaak. In het OFS zal, naast de risico's voor de financiële stabiliteit, expliciet worden ingegaan op de inzet van macroprudentiële instrumenten. In de loop van 2014 komt DNB met een rapport over het gehanteerde beleidsraamwerk.

2 Veranderingen in de financiële structuur - gevolgen voor systeemrisico's

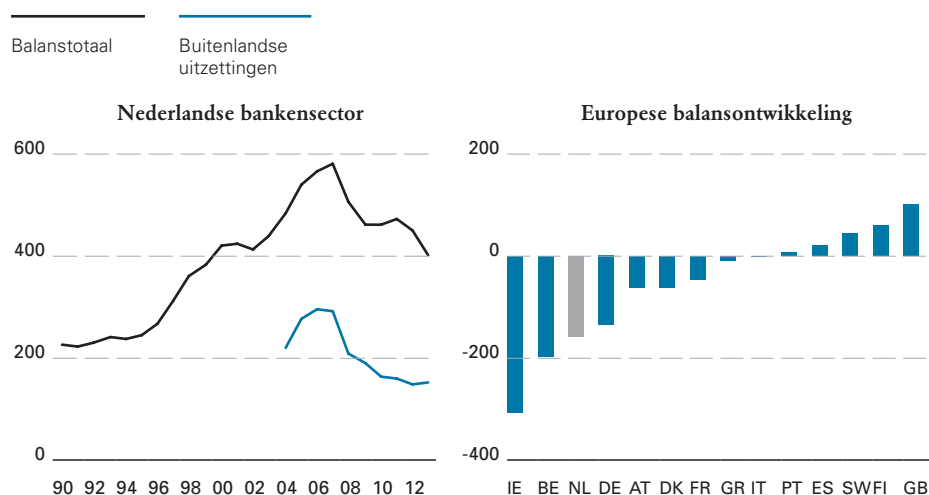
De structuur van het Nederlandse financiële stelsel verandert sinds de crisis snel. Het stelsel wordt kleiner en beter gekapitaliseerd. Tegelijkertijd neemt de concentratiegraad toe en blijven enkele kwetsbaarheden uit het verleden hardnekkig, zoals de hoge hypotheekschuld en de afhankelijkheid van marktfinanciering. In de Europese bankenunie worden deze risico's beter beheersbaar, maar daarnaast is het belangrijk om de kwetsbaarheden zélf te verminderen. Dit kan bijvoorbeeld door het voor niet-bancaire spelers aantrekkelijker te maken kredieten te financieren. De NHI is een voorbeeld van een dergelijk initiatief.

Het Nederlandse financiële stelsel is de afgelopen jaren flink gekrompen. Dit geldt met name voor het bankwezen, dat – uitgedrukt als percentage van het bbp – ongeveer één derde kleiner is geworden (grafiek 6). Dit is meer dan in de meeste van de ons omringende landen. Ondanks deze sterke krimp is de bankensector nog altijd aanzienlijk groter dan het Europese gemiddelde. Nederlandse banken zijn vooral gekrompen door buitenlandse bedrijfsonderdelen af te stoten. Dit is deels het gevolg van de opsplitsing van ABN Amro, dat een groot buitenlandbedrijf had, maar ook andere banken hebben activiteiten buiten Nederland verkocht. De balanskrimp heeft daarmee slechts beperkte gevolgen gehad voor de binnenlandse kredietverlening. Hierbij speelt ook dat de verkoop van onderdelen heeft bijgedragen aan de kapitaalversterking van banken.

Ook de activiteiten van levensverzekeraars nemen gestaag af, wat kan worden afgeleid uit de dalende premie-inkomsten (grafiek 7). In de eerste plaats hebben zij marktaandeel verloren, doordat sinds 2008 ook andere partijen, zoals banken, fiscaal gunstige spaarvormen kunnen aanbieden die voorheen alleen konden wor-

Grafiek 6 - De Nederlandse bankensector krimpt snel

Balanstotaal Nederlandse bankensector als percentage bbp. Europese vergelijking 2007-2013H1, als percentage bbp

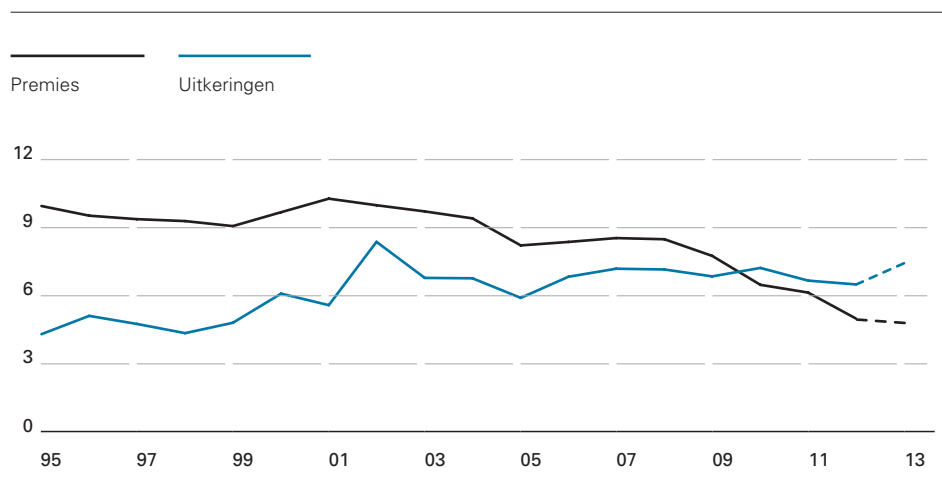


Bron: CBS en DNB.

Bron: ECB.

Grafiek 7 - Premie-instroom levensverzekeraars slinkt

Premies en uitkeringen levensverzekeraars in procenten balanstotaal



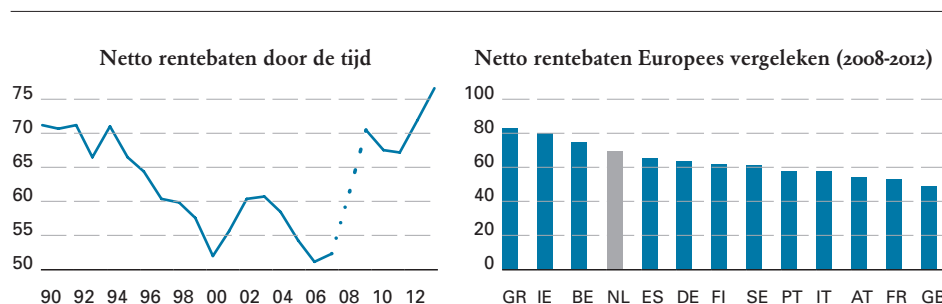
Cijfer over 2013 zijn een extrapolatie op basis van cijfers 2013K3.
Bron: DNB.

den verstrekt door verzekeraars (het zogeheten banksparen). Bovendien hebben verzekeraars last van imagoschade in verband met het dossier beleggingsverzekeringen ('woekerpolisaffaire'). Daarnaast is sprake van structureel krimpende vraag: door de aangepaste fiscale behandeling van woninghypotheken (zie hoofdstuk 3) is het niet langer aantrekkelijk om deze te koppelen aan een kapitaalverzekering of bankspaarproduct.

Het stelsel wordt niet alleen kleiner, maar instellingen beperken zich ook steeds meer tot één hoofdactiviteit. Nadat diverse grote banken en verzekeraars de afgelopen decennia werden samengevoegd in financiële conglomeraten, worden zij nu juist weer opgesplitst. Financiële instellingen leggen zich weer nadrukkelijker toe op één kernactiviteit: bankieren of verzekeren. Voor banken geldt bovendien dat ze zich sterker richten op traditionele kredietintermediatie en minder op activiteiten zoals zakenbankieren. Mede hierdoor zijn hun winsten de afgelopen jaren voor een groot deel bepaald door netto rentebaten (grafiek 8). De focus op kernactiviteiten is deels het gevolg van de voorwaarden die de Europese Commissie heeft opgelegd naar aanleiding van de steunmaatregelen tijdens de crisis. In andere gevallen is de verkoop van bedrijfsonderdelen erop gericht de solvabiliteit te versterken of weerspiegelt die een fundamentele keuze voor een eenvoudiger bedrijfsmodel.

Grafiek 8 - Nederlandse banken terug naar traditionele kredietbedrijf

Netto rentebaten als percentage totale baten; 2008 ontbreekt omdat totale baten negatief waren. Rechtergrafiek betreft mediaan van periode 2008-2012



Bron: DNB.

Invloed op de financiële stabiliteit

De genoemde trends, een betere kapitalisatie en meer mogelijkheden om in te grijpen maken financiële stabiliteitsrisico's beter beheersbaar. Het bankwezen is gekrompen maar beschikt desondanks over meer kapitaal dan vlak voor de crisis. Dit kapitaal is bovendien van gemiddeld hogere kwaliteit, in lijn met de strengere eisen onder de nieuwe internationale standaarden (Bazel III). Verder introduceert de nieuwe Europese regelgeving een specifieke bufferopslag voor systeemrelevantie en systeemrisico's. Voor de Nederlandse systeembanken – ING, Rabobank, ABN Amro en SNS – zal deze bufferopslag tussen 1% en 3% bedragen. Mochten banken ondanks deze maatregelen toch nog in problemen komen, dan worden de mogelijkheden om tijdig in te grijpen flink uitgebreid. De Interventiewet stelt DNB onder andere in staat een probleeminstelling of onderdelen daarvan te verkopen aan een private partij. Het ministerie van Financiën kan daarnaast in geval van ernstig en onmiddellijk gevaar voor de financiële stabiliteit vermogensbestanddelen of effecten van de instelling onteigenen. Daarbij zijn in Europees verband afspraken gemaakt over aanvullende instrumenten als *bail-in*, waardoor bij reddingsoperaties aandeelhouders en crediteuren opdraaien voor de eerste verliezen alvorens publieke middelen worden ingezet.⁴

Ondanks deze voordelen kunnen de genoemde ontwikkelingen ook tot nieuwe bedreigingen voor de financiële stabiliteit leiden. Zo zijn risico's meer dan voorheen geconcentreerd. Dit volgt onvermijdelijk uit de toegenomen focus op kernactiviteiten en op de Nederlandse markt. Voorheen hadden vooral de grote instellingen hun activiteiten breed gespreid, zowel sectoraal als geografisch. Dit diversificatievoordeel is grotendeels weggefallen. Ook binnen het stelsel blijft de concentratie hoog, wat blijkt uit de dominantie van enkele grote spelers op deelsegmenten zoals de hypotheekmarkt. Een ander voorbeeld van risicoconcentratie is het Nederlandse depositogarantiestelsel, zeker zolang het voorgefinancierde fonds nog beperkt van omvang is. Deze concentratie is de afgelopen jaren toegenomen: de gedekte deposito's zijn gegroeid, terwijl de omvang van het bankwezen waarover het risico wordt omgeslagen is gekrompen.

Doordat banken de relatief grote leningenportefeuille slechts beperkt kunnen financieren met traditionele deposito's, zijn ze afhankelijk geworden van marktfinanciering (grafiek 9).⁵ Deze financieringsbron is tijdens de crisis risicovol gebleken in situaties waarin het vertrouwen wegvalt op de internationale kapitaalmarkt. Het depositofinancieringsgat is sinds de crisis afgenomen, maar blijft in internationaal perspectief zeer groot en kan de komende jaren opnieuw oplopen. Als bij herstel van de economie en de woningmarkt de kredietverlening weer aantrekt moeten banken waarschijnlijk een groter beroep doen op marktfinanciering.

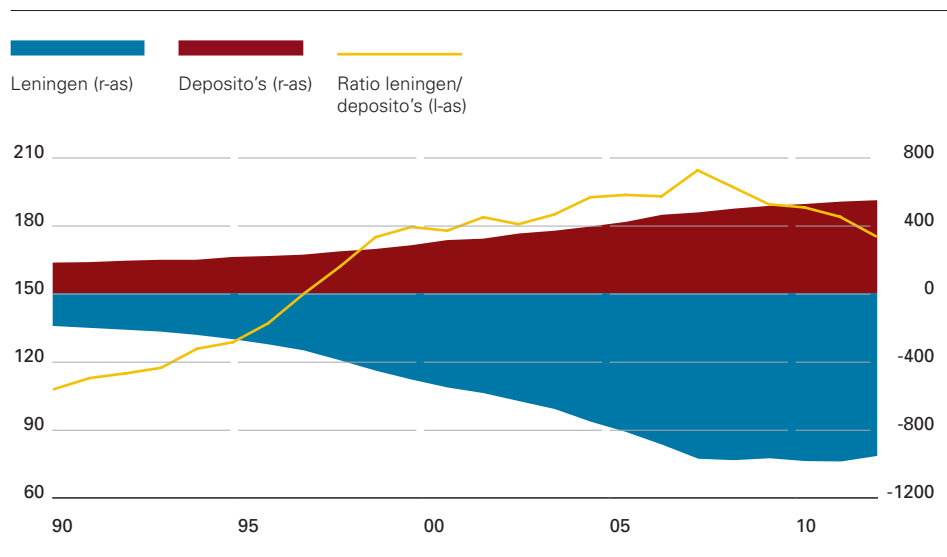
Niet-bancaire partijen kunnen een deel van de kredietverlening voor hun rekening nemen. Verzekeraars hebben recentelijk hun aandeel op de Nederlandse hypotheekmarkt vergroot, wat helpt het depositofinancieringsgat bij banken te verminderen. Daarbij is wel een aandachtspunt dat de toenemende hypotheekverstrekking een anticipatie kan zijn op de relatief lage kapitaaleisen onder de nieuwe internationale solvabiliteitsregels voor verzekeraars (Solvency 2). Bovendien is het ook bij levensverzekeraars mogelijk dat op een gegeven moment een grote concentratie van hypotheekuitzettingen ontstaat. DNB houdt deze ontwikkeling daarom scherp in de gaten.

⁴ Zie DNB (2013), Overzicht Financiële Stabiliteit, najaar 2013, hoofdstuk 4, 'Bail-in en depositopreferentie'.

⁵ Zie DNB (2013), Overzicht Financiële Stabiliteit, voorjaar 2013, hoofdstuk 3, 'Het Nederlandse depositofinancieringsgat'.

Grafiek 9 - Nederlandse banken blijven afhankelijk van marktfinanciering

Deposito's van en leningen aan niet-financiële bedrijven en huishoudens in EUR miljard. Ratio in procenten



Bron: DNB.

Daarbij blijven de vooruitzichten bij levensverzekeraars ongunstig. Het afgelopen jaar was voor de sector positief met goede winstcijfers, maar onderliggend speelt een aantal belangrijke problemen. Het dalende premievolume weerspiegelt de krimpende markt voor individuele polissen, concurrentie van banksparen en het aangetaste imago in verband met het dossier beleggingsverzekeringen. Bovendien staan verzekeraars al geruime tijd onder druk door de lage rente, doordat in het verleden verstrekte rendementsgaranties boven de huidige rente liggen. Daarnaast kampen verzekeraars met vaste kosten die veelal niet gemakkelijk zijn terug te dringen of variabel te maken, terwijl de inkomsten door omzetzaling afnemen. Omdat deze problemen sectorbreed spelen, en dus het gehele Nederlandse verzekeringswezen kunnen raken, zijn ze relevant vanuit systeemrisico's.

Beleidsimplicaties

Een effectief vormgegeven Europese bankenunie maakt de geschetste risico's bij banken beter beheersbaar, maar neemt ze niet weg. Een effectieve bankenunie vereist dat niet alleen het toezicht, maar ook het depositogarantiestelsel en een crisisresolutieraamwerk met onderlinge lastendeling volledig Europees zijn belegd. Er moet rekening mee worden gehouden dat de volledige inrichting van dit proces een aantal jaren in beslag zal nemen, terwijl ondertussen de belangrijke kwetsbaarheden zoals het depositofinancieringsgat en de hoge hypotheekschuld niet snel zullen verdwijnen. Op langere termijn kan de bankenunie drempelverlagend werken voor toetreding van buitenlandse banken, waardoor de afhankelijkheid van een geconcentreerde bankensector vermindert. Bovendien wordt het daardoor voor Nederlandse banken gemakkelijker in het buitenland activiteiten te ontplooiën en zo het concentratierisico af te bouwen.

Het is belangrijk dat kredietverstrekking minder afhankelijk wordt gemaakt van Nederlandse banken. Toetreding van meer partijen kan ook de concurrentie bevorderen op deelmarkten die nu worden gedomineerd door een paar grote spelers. Naast buitenlandse banken kan worden gedacht aan meer niet-bancaire financiering. Zo kan de bijdrage van institutionele beleggers aan de financiering van de hypotheekschuld worden vergroot via de oprichting van de NHI. Het is de bedoeling dat deze instelling hypotheeklen met Nationale Hypotheekgarantie (NHG) gaat financieren door obligaties uit te geven met een staatsgarantie. Dit initiatief is

nog in ontwikkeling, maar kan op middellange termijn substantieel bijdragen aan een stabiele financiering van het depositofinancieringsgat. Institutionele beleggers zijn ook betrokken bij de oprichting van op het MKB gerichte investeringsfondsen. Tot slot zijn alternatieve financieringsvormen in ontwikkeling, zoals microfinanciering, *crowdfunding*, kredietunies en durfkapitaal, maar dit blijven voorlopig nichemarkten.

De problematiek bij levensverzekeraars vereist een combinatie van kostenreductie, herbezinning op bedrijfsmodellen en een oplossing voor het dossier beleggingsverzekeringen. Om de risico's in verband met een structurele krimp te verminderen, is kostenreductie belangrijk, waarbij consolidatie binnen de sector kan helpen om schaalvoordelen te realiseren. Kostensynergieën zijn overigens niet altijd vanzelfsprekend, vanwege operationele complexiteit en *ICT-legacy*. Daarnaast is belangrijk dat verzekeraars streven naar een voldoende duurzaam bedrijfsmodel; dit is één van de kernonderwerpen die dit jaar centraal staan in het thematische toezicht van DNB. Tot slot is het van onverminderd belang om op korte termijn een definitieve oplossing te vinden voor het dossier beleggingsverzekeringen. Onzekerheid over mogelijke claims vormt een belangrijk risico en bemoeilijkt andere aanpassingen zoals consolidatie door middel van fusies en overnames.

Tot slot zal DNB, voor zover bovengenoemde maatregelen onvoldoende zijn, actief aansturen op beperking van financiële stabiliteitsrisico's via het toezicht en macroprudentieel beleid (zie box 1 in hoofdstuk 1). Zo heeft het toezicht de komende jaren als doel gesteld om banken minder complex en beter afwikkelaar te maken, de kapitalisatie verder te versterken en de afhankelijkheid van marktfinanciering te verminderen.⁶ Een eerste voorbeeld van een macroprudentieel instrument is de bufferopslag voor systeembanken, die de komende jaren moet worden opgebouwd.

⁶ Zie DNB (2014), Visie DNB toezicht 2014-2018.

3 Risico's in de Nederlandse hypotheekportefeuille

De Nederlandse hypotheekportefeuille lijkt op een Januskop. Enerzijds zijn betalingsachterstanden en verliezen op hypotheek tot nu toe heel beperkt gebleven. Anderzijds blijft de grote hypotheekportefeuille een kwetsbaarheid van het Nederlandse financiële stelsel. Vooral het grote aantal onderwaterhypotheken vormt nog geruime tijd een latent risico voor banken en voor de overheid. In de AQR wordt beoordeeld of banken hiervoor voldoende voorzieningen aanhouden.

Ondanks een forse prijsdaling op de Nederlandse woningmarkt zijn de betalingsachterstanden en verliezen op hypotheek tot nu toe beperkt gebleven. Nederlandse woningprijzen zijn sinds 2008 met ruim 21% gedaald. Hierdoor staat bijna 30% van de hypotheek onder water. Hiervan is sprake als de marktwaarde van de woning lager is dan de hypotheekschuld, waarbij wordt gecorrigeerd voor aan de hypotheek verpande spaartegoeden of vermogens. Vooralsnog heeft dit niet tot grote verliezen geleid. Het aantal hypotheek met betalingsachterstanden neemt weliswaar toe, maar bevindt zich nog altijd op een laag niveau. Ook in vergelijking met andere landen die te maken hebben gehad met een correctie op de huizenmarkt, zoals Ierland, Spanje en de VS, zijn de verliezen in Nederland gering. Wel zullen de betalingsachterstanden naar verwachting verder oplopen, mede doordat de stijging van de werkloosheid vertraagd doorwerkt op hypotheekverliezen. Deze vertraging houdt verband met de financiële buffers waarop huizenbezitters tijdelijk kunnen terugvallen (zoals werkloosheidsuitkering en spaargeld) en de mogelijkheden die banken bieden om bij achterstanden de hypotheeklasten tijdelijk te verminderen.

Tabel 1 - Internationale vergelijking

	Nederland	Denemarken	Ierland	Spanje	VK	VS
Totale uitstaande hypotheekschuld (% bbp), maximum 2001-2012	108,4	103,4	91,7	64,9	87,2	101,0
Nominale huizenprijzen, relatieve daling piek naar dal (%) (1)	-21,5	-20,1	-48,9	-30,1	-13,5	-18,1
Werkloosheid, absolute stijging dal naar piek (%)	4,5	4,5	11,4	18,5	3,7	6,0
Betalingsachterstanden, 2013H2 (2)	1,3	0,3	12,3	5,2	1,3	9,3
Onderwater (%) (3)	30	n.b.	52	20	1,6 - 6,4	13

Bron: EMF, FRB, BEA, Dallas Fed

(1) De gekozen periode is afhankelijk van het land en heeft betrekking op de daling vanaf het moment dat de huizenzeepbel in het betreffende land barstte.

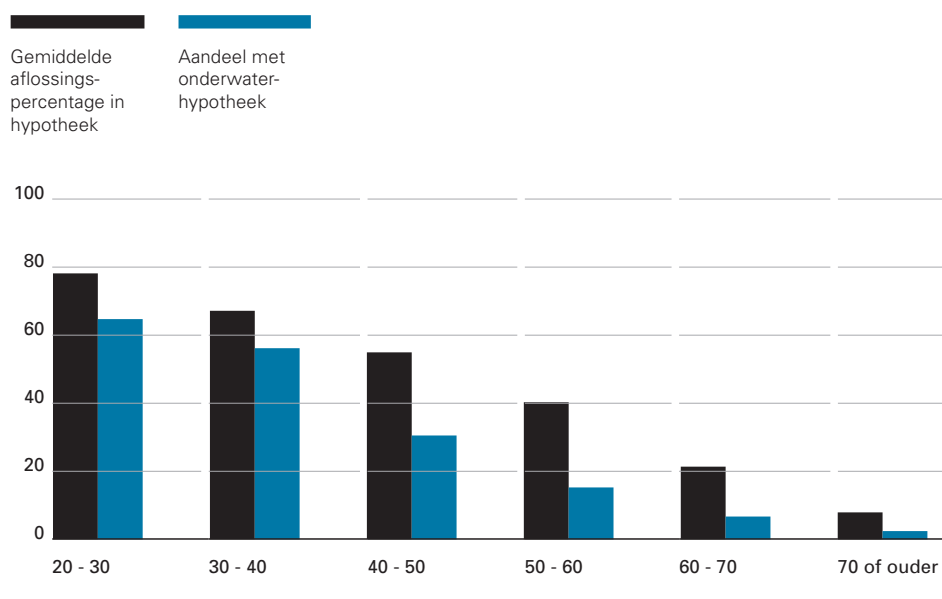
(2) Bronnen: Council of Mortgage Lending (VK); FRB (VS), DNB (NL), Central Bank of Ireland (IE), Association of Danish mortgage banks (DK), Banco de España (ES).

(3) Bronnen: Corelogic (VS), Financial Conduct Authority (VK), Banco de España (ES), DNB (NL), Central Bank of Ireland (IE).

Aflossingsvrije hypotheek komen vooral voor bij oudere huishoudens, terwijl onderwaterhypotheken zijn geconcentreerd bij jonge huishoudens. Van de Nederlandse huiseigenaren heeft 35% een volledig aflossingsvrije hypotheek, waarop niet wordt afgelost gedurende de looptijd en waarbij ook geen vermogen wordt opgebouwd ten behoeve van aflossing van de hypotheek aan het einde van de looptijd. Vooral bij oudere huishoudens (50-plussers) komt deze hypotheekvorm veel voor; 58% van de hypotheek bij deze groep is volledig aflossingsvrij. Doordat deze huishoudens vaak een forse overwaarde op hun huis hebben en daarnaast

Grafiek 10 - Hypotheekrisico's verschillen per leeftijdscohort

Per ultimo september 2013. In procenten



Bron: DNB.

een substantieel financieel vermogen bezitten, is het kredietrisico van deze hypotheek beperkt. Van de jongere huishoudens (50-minners) heeft 15% een volledig aflossingsvrije hypotheek. Bijna twee derde van alle huiseigenaren lost gedurende de looptijd de lening (deels) af of bouwt vermogen op dat aan de hypotheek is verpand. Hiertoe wordt vaak een aflossingsvrije hypotheek gecombineerd met een spaar- of levenhypotheek. Dit resulteert voor jongere huishoudens in een gemiddeld aflossingspercentage van meer dan 50% van de hypotheek (grafiek 10). Hier staat tegenover dat deze huishoudens minder vermogen bezitten en vaker onder water staan. Van de dertigers en veertigers met een hypotheek staat 40% onder water.

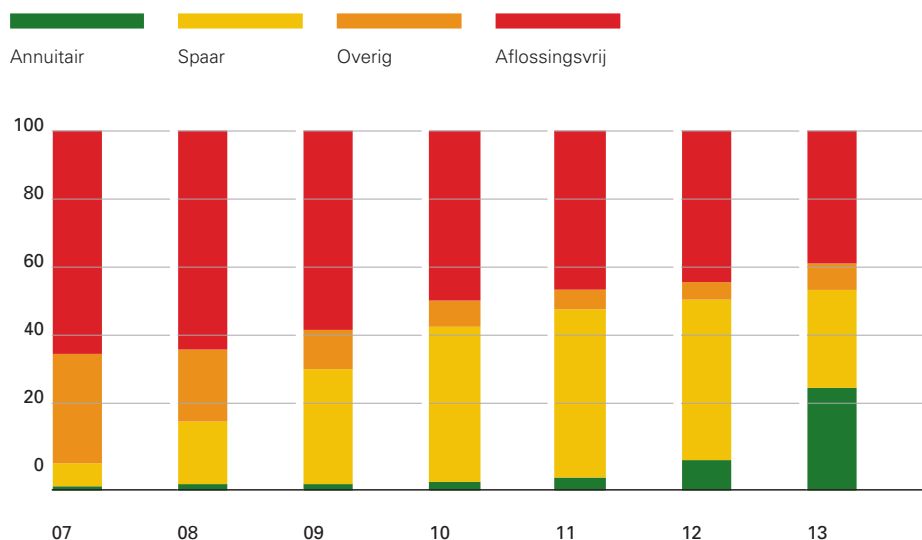
Ontwikkelingen in risicokenmerken

Nieuwe hypotheek zijn minder risicovol doordat ze volledig annuïtair worden afgelost en een lagere maximale *loan-to-value* (LTV) ratio hebben. Nieuwe hypotheek komen alleen in aanmerking voor fiscale renteaftrek wanneer ze (ten minste) volledig annuïtair worden afgelost. Als gevolg hiervan is het aandeel annuïtaire hypotheek in de nieuwe productie fors toegenomen (grafiek 11). Daarnaast geldt sinds 2013 een wettelijke LTV-limiet, die op dit moment 104% bedraagt en geleidelijk afloopt naar 100% in 2018, wat internationaal gezien overigens nog steeds erg hoog is. Voor hypotheek waarbij restschulden worden meegefinancierd geldt een uitzondering. De genoemde maatregelen verminderen voor huishoudens het risico op een restschuld en voor hypotheekverstrekkers het kredietrisico.

De sterke toename van vrijwillige aflossingen in 2013 heeft maar beperkt bijgedragen aan de vermindering van het onderwaterprobleem. Huishoudens hebben in de eerste drie kwartalen van 2013 bijna EUR 7 miljard vrijwillig afgelost op hypotheek, ruim 1% van de totale hypotheekschuld. Het gaat hierbij vooral om aflossingen door ouderen op aflossingsvrije hypotheek, die doorgaans een lage LTV hebben (grafiek 12). Minder dan een kwart van de vrijwillige aflossingen vond plaats bij hypotheek die onder water staan. Dit illustreert dat huishoudens met onderwaterhypotheek maar beperkt beschikken over financieel vermogen om in te zetten voor extra aflossing. Het feit dat huishoudens meer hebben afgelost naarmate ze

Grafiek 11 - Aandeel annuïtaire hypotheek neemt toe

Als aandeel van totale nieuwe productie inclusief oversluitingen, gewogen naar leningsom. 2013 betreft cijfers t/m september



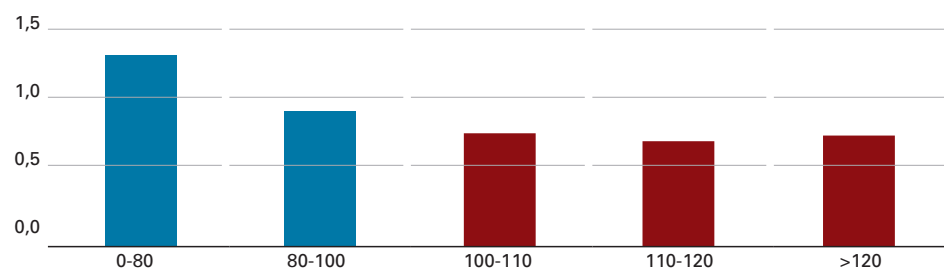
Bron: DNB.

een hogere rente op de uitstaande hypotheekschuld betalen, wijst er bovendien op dat de toename in vrijwillige aflossingen vooral terug te voeren is op rentearbitrage. Gegeven de lage depositorente en de vaste vermogensrendementsheffing levert het aflossen van hypotheekschulden immers vaak meer op dan sparen, zelfs als daardoor hypotheekrenteaftrek wordt gederfd. Daarbij zijn de aflossingen gepaard gegaan met een daling van spaartegoeden van huishoudens bij banken van zo'n EUR 5 miljard in de tweede helft van 2013. Deze vorm van schuldafbouw, waarbij spaartegoeden worden ingezet voor aflossing van de hypotheek, is een welkome verkorting van de balansen van huishoudens, maar draagt niet bij aan het verminderen van het depositofinancieringsgat. Het verschil tussen de uitstaande leningen van banken en de omvang van de deposito's verandert immers niet.

De beperkte ruimte voor vrijwillige aflossingen op onderwaterhypotheken maakt de toekomstige ontwikkeling van het onderwaterprobleem sterk afhankelijk van de ontwikkeling van huizenprijzen. Wanneer huizenprijzen constant blijven en geen extra vrijwillige aflossingen plaatsvinden, neemt het aantal onder-

Grafiek 12 - Vrijwillige aflossingen vooral bij hypotheek met een lage LTV

Aflossingen in januari t/m september 2013, als percentage van uitstaande schuld per LTV-categorie



Bron: DNB.

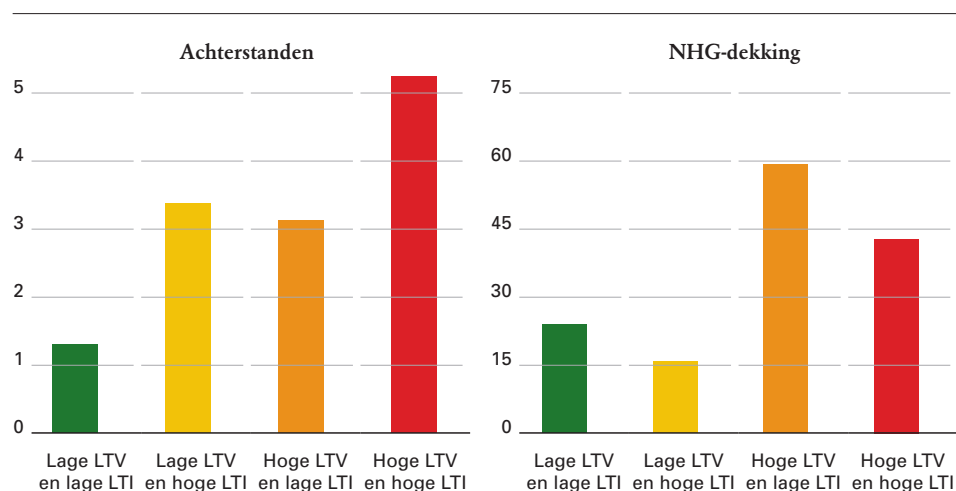
water hypotheek alleen af door reguliere aflossingen en stortingen op verpande spaar- en vermogensrekeningen. In dit scenario staat twee derde van de hypotheek die eind 2012 onder water stonden, over tien jaar nog steeds onder water. In een scenario waarin nominale huizenprijzen vanaf 2014 jaarlijks met 2% stijgen, zijn de huizenprijzen over tien jaar weer op het niveau van 2008, en is driekwart van de huidige onderwaterhypotheek weer boven water. Hoewel het aantal onderwaterhypotheek in dit scenario sterk daalt, is het probleem voor de resterende hypotheek hardnekkig. Ter vergelijking: in de jaren tachtig was het onderwaterprobleem binnen tien jaar volledig verdwenen, mede doordat LTV ratio's destijds een stuk lager waren. Het onderwaterprobleem vormt daarmee naar verwachting nog geruime tijd een latent kredietrisico voor hypotheekverstrekkers.

Het kredietrisico is het grootst bij huishoudens met een onderwaterhypotheek die een fors deel van hun inkomen kwijt zijn aan hypotheeklasten. Deze huishoudens hebben minder ruimte om een inkomensterugval of rentestijging op te vangen en komen daardoor naar verwachting eerder in betalingsproblemen. Doordat de hypotheek onder water staat, leidt (gedwongen) verkoop tot een restschuld en een mogelijk verlies voor de kredietverstrekker. De groep huishoudens die onderwater staat en daarnaast een *loan-to-income* (LTI) ratio heeft van vijf of hoger is goed voor ruim 6% van de hypotheek. Het hogere risico van deze groep komt tot uiting in de betalingsachterstanden, die met 5,3% hoger zijn dan bij hypotheek met een lagere LTV en/of LTI (grafiek 13).

De risico's van onderwaterhypotheek worden voor een belangrijk deel gedragen door de overheid (grafiek 13). Ruim de helft van de hypotheek die onder water staan, heeft een NHG. De overheid staat bij deze hypotheek garant voor eventuele restschulden bij gedwongen verkoop. Dit beperkt het kredietrisico voor banken. Het NHG-aandeel bij onderwaterhypotheek is tweemaal zo hoog als bij andere hypotheek. Dit impliceert dat de risico's van NHG-hypotheek relatief hoog zijn, en dat een groot deel van dit risico uiteindelijk bij de overheid ligt. In dit licht is het opvallend dat het aantal NHG-schadegevallen in 2013 ruim twee keer zo hoog was als op het dieptepunt van de huizenmarktcrisis in de jaren tachtig, terwijl

Grafiek 13 - Meer achterstanden bij huishoudens met hoge lasten; veel onderwaterhypotheek met NHG

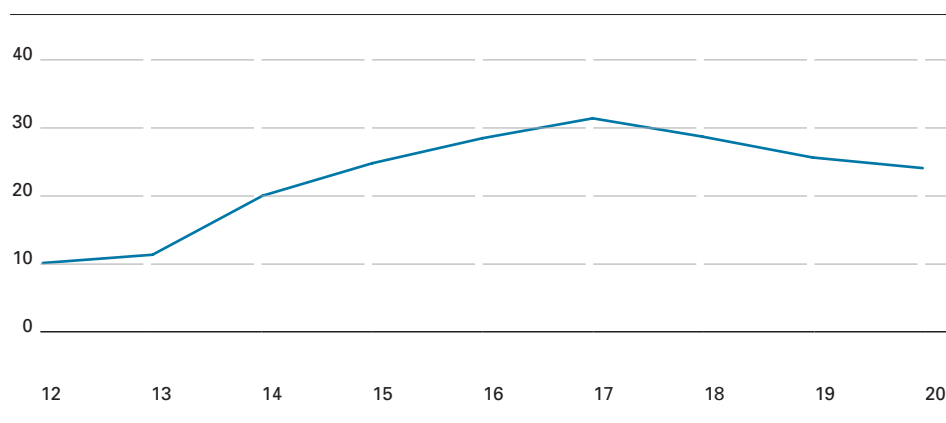
Per ultimo september 2013. Als percentage van totale hoeveelheid hypotheek per categorie



Achterstanden betreft meer dan 30 dagen betalingsachterstand. Hoge LTV is gedefinieerd als groter dan 100, hoge LTI als groter dan 5.
Bron: DNB.

Grafiek 14 - In stress-scenario kunnen verliezen verdrievoudigen

In basispunten van uitstaande schuld



Het stress-scenario is gebaseerd op de volgende veronderstellingen: bbp-krimp van cumulatief 2,5% in 2014 en 2015; daarna langzaam aantrekkende groei van 0 naar 1,5% per jaar in 2020. Werkloosheid: stijging tot 9,5% in 2016, daarna daling naar 8,9% in 2020. Huizenprijzen: verdere daling van 27% van 2014-2017, daarna stijging van 2-3% per jaar. Hypotheekrente (lang): stijging van 4,4% naar 5,2% (2014) en 5,5% (2015), daarna verdere stijging naar 5,8% in 2020.

Bron: DNB.

destijds de huizenprijzen sterker daalden en de werkloosheid opliep tot boven de 10%. Het hoge NHG-aandeel van onderwaterhypotheken is hier mede debet aan.

Invloed op financiële stabiliteit

De verliesratio's op hypotheekportefeuilles zullen de komende tijd waarschijnlijk verder toenemen. Vanwege de omvang van de hypotheekportefeuilles zou een forse stijging van verliezen een risico vormen voor het financiële stelsel. Met behulp van stresstesten analyseert DNB welke gevolgen sterk tegenvallende economische omstandigheden kunnen hebben voor banken. In een zeer pessimistisch scenario met tegenvallende economische groei, hogere werkloosheid, verder dalende huizenprijzen en stijgende hypotheekrentes, zouden de verliesratio's op Nederlandse hypotheekportefeuilles volgens het stresstestmodel van DNB oplopen van elf basispunten van de uitstaande schuld in 2013 tot 33 basispunten in 2017 (grafiek 14). Dit komt overeen met een maximaal verlies van ongeveer EUR 2 miljard per jaar. Dit is ruim 20% van de hoeveelheid kapitaal en voorzieningen die banken aanhouden voor verliezen op hypotheekportefeuilles. Banken zouden daarmee in staat zijn om dergelijke hoge verliesratio's gedurende enkele jaren op te vangen. Een kanttekening hierbij is dat stresstestmodellen zeer beperkt rekening houden met zogenoemde tweederonde-effecten, zoals het effect van dalende huizenprijzen op de economische groei en de inkomensontwikkeling. Deze tweederonde-effecten kunnen de verliezen van banken verder doen oplopen. Uit de stresstest blijkt ook dat het effect van een renteschok aanzienlijk is, ondanks de relatief lange rentevaste periode van Nederlandse hypotheekportefeuilles. Een verklaring hiervoor is dat een renteschok, in vergelijking met een stijging van de werkloosheid, een relatief grote groep huizenbezitters raakt.

Door de grote afhankelijkheid van marktfinanciering staan hypotheekverstrekkers ook bloot aan financieringsrisico. Oplopende achterstanden en onduidelijkheid over de risico's van de hypotheekportefeuilles kunnen het animo van beleggers om Nederlandse hypotheekportefeuilles te financieren verminderen, waardoor financieringskosten oplopen. In dit licht is de recente toetreding van nieuwe partijen, zoals verzekeraars op de Nederlandse hypotheekmarkt (zie hoofdstuk 2), te verwelkomen. Deze partijen bevorderen de concurrentie, en kunnen eventuele belemmeringen in

het aanbod van hypothecair krediet als gevolg van de sterke concentratie bij banken verminderen.

Beleidsmaatregelen

In reactie op de oplopende betalingsachterstanden hebben banken hun voorzieningen verhoogd. In de AQR wordt beoordeeld of deze voorzieningen voldoende zijn. In het kader van de AQR (zie hoofdstuk 1) leveren de zeven significante Nederlandse banken die onder ECB-toezicht komen gedetailleerde informatie aan over hoe zij omgaan met problemleningen en wanneer zij hiervoor een voorziening aanhouden. Banken kunnen gedwongen verkoop van woningen voorkomen door de voorwaarden van de hypotheek tijdelijk aan te passen, bijvoorbeeld door het geven van een rentepauze. Aanpassing van de voorwaarden kan daarmee onnodige verliezen voorkomen en bijdragen aan een zachte landing van de woningmarkt. Het is wel van belang dat dit alleen gebeurt als de betalingsachterstanden een tijdelijke oorzaak hebben en voldoende zekerheid bestaat dat de huiseigenaar de hypotheeklasten ook op de langere termijn kan dragen. Daarnaast dienen banken afdoende voorzieningen te treffen voor deze leningen.

De recente aanpassingen in de NHG-voorwaarden en de oprichting van de NHI dragen bij aan een efficiëntere inzet van overheidsgaranties. Sinds begin dit jaar geldt voor nieuwe NHG-hypotheekleningen dat hypothecaire kredietverstrekkers 10% van het eventuele schadebedrag zelf moeten dragen. Dit versterkt de prikkel voor hypothecaire kredietverstrekkers om de risico's van hypotheekleningen goed te beoordelen en ook na afsluiting van de hypotheek in de gaten te houden. Daarnaast wordt de NHG-grens afgebouwd van EUR 290 duizend nu naar EUR 265 duizend vanaf juli 2014. Het aandeel nieuwe hypotheekleningen met NHG-dekking, dat in 2013 ruim 75% bedroeg, zal hierdoor dalen, en meer gericht worden op de onderkant van de markt. Gelet op het depositofinancieringsgat lijkt het bovendien efficiënter om door middel van de oprichting van de NHI (zie hoofdstuk 2) de overheidsgarantie rechtstreeks te richten op vermindering van het financieringsrisico.

4 Systemrisico's door centrale afwikkeling van derivaten

Derivaten zijn cruciaal voor het risicobeheer van financiële instellingen. Het financiële stelsel is daarom gebaat bij een transparante en goed functionerende derivateninfrastructuur. De wereldwijde hervormingen die zijn aangekondigd na de financiële crisis dragen hier aan bij, maar deze hervormingen veroorzaken ook nieuwe risico's: concentratierisico, onderpandschaarste en toegenomen procycliciteit. Deze risico's kunnen verminderd worden door de soliditeit van centrale tegenpartijen te versterken, de impact van het faillissement van een centrale tegenpartij te verkleinen en procyclische elementen terug te dringen.

Door derivaten kunnen risico's in het financiële stelsel worden verkleind en herverdeeld. Derivaten vervullen daarmee een cruciale rol. Een derivaat verzekert de koper tegen fluctuaties in marktprijzen, zoals rentes, aandelenprijzen, wisselkoersen, of tegen onderliggende risico's, zoals kredietrisico. Indien een derivaat wordt afgesloten tussen twee partijen met een tegengestelde risicoblootstelling, kan zo'n risico op systeemniveau worden geneutraliseerd. Banken gebruiken bijvoorbeeld rentederivaten om zich in te dekken tegen rentestijgingen en levensverzekeraars en pensioenfondsen tegen rentedalingen. Zulke transacties introduceren wel andere risico's zoals tegenpartijrisico: het risico dat de tegenpartij haar verplichtingen niet nakomt. Derivaten kunnen ook afgesloten worden tussen twee partijen zonder dat deze een tegengestelde risicoblootstelling kennen: in dat geval neemt het risico in het systeem niet af, maar verschuift dit naar partijen waar het beter aansluit bij het door hen gewenste risicoprofiel.

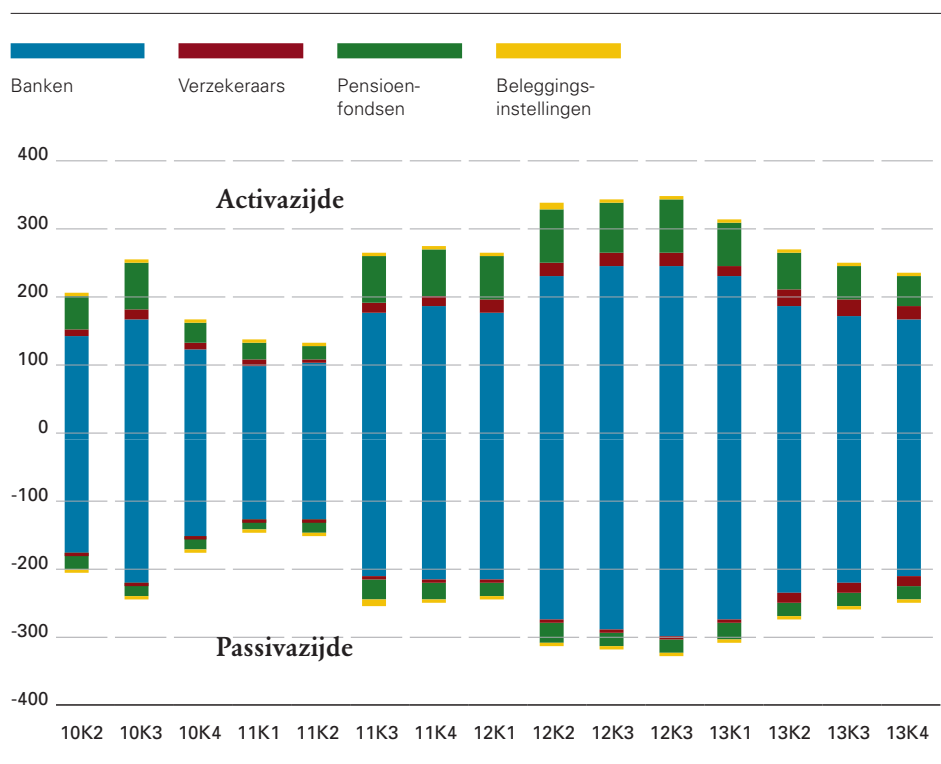
Bilaterale rente- en valutaderivaten zijn het meest gangbaar. Gemeten naar nominale waarde wordt momenteel circa 90% van de derivaten bilateraal (*over-the-counter*, OTC) afgesloten en de rest via handelsplatformen. OTC-derivaten hebben ten opzichte van gestandaardiseerde varianten het voordeel dat ze kunnen worden toegespitst op een specifieke risicoblootstelling van de belegger. Ultimo 2013 bedroeg de marktwaarde van derivaten die door Nederlandse banken zijn afgesloten circa EUR 372 miljard.⁷ Voor verzekeraars en pensioenfondsen bedroeg deze respectievelijk EUR 36 miljard en EUR 64 miljard (grafiek 15). Door het huidige lage renteniveau is de totale waarde van derivatenposities van banken negatief en van pensioenfondsen en verzekeraars positief.

Het gebruik van derivaten is in de jaren voor de crisis toegenomen door innovatie in risicomanagement, aanpassingen van toezichtsmethodiek en speculatie. Derivaten worden gebruikt voor risico-afdekking, arbitrage of het innemen van beleggingsposities. Indien dit laatste met een korte horizon gebeurt, is sprake van speculatie. In de jaren voor de crisis ging aanhoudende innovatie in kwantitatief risicomanagement gepaard met toenemend gebruik van derivaten (grafiek 16). Hier droeg tevens de juridische standaardisatie van derivatencontracten door de internationaal erkende ISDA-raamovereenkomst aan bij. Ook de aanpassing van de toezichtsmethodiek voor pensioenfondsen in 2007 vergrootte de vraag naar ren-

⁷ Dit betreft de som van bruto positieve en bruto negatieve marktwaardes per derivatentype (rente-, valuta, aandelen- of kredietderivaten), zonder dat rekening is gehouden met saldering. De nominale waarde van uitstaande derivaten contracten is nog hoger, maar deze geeft minder informatie over de daadwerkelijke risicoblootstelling, omdat deze slechts aangeeft over welke waarde het contract van toepassing is.

Grafiek 15 - Derivatencapitalen belangrijk voor Nederlandse financiële instellingen

Marktwarde financiële derivaten op de activa- en passivazijde van de balans, in EUR miljard

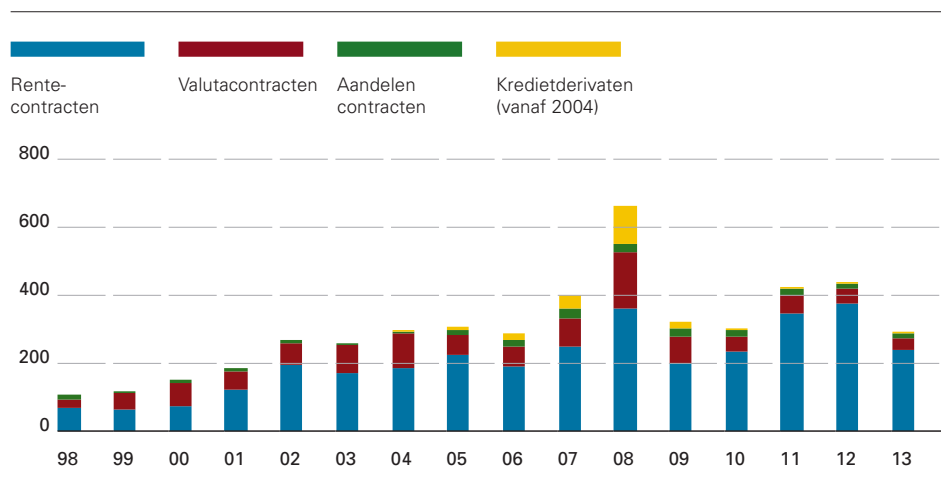


Bron: DNB.

tederivaten, omdat zij vanaf dat moment onder het Financieel Toetsingskader hun toekomstige verplichtingen op basis van de actuele rentetermijnstructuur moesten verdisconteren. Tot slot nam het gebruik toe voor speculatieve doeleinden omdat derivaten het mogelijk maken om met een hefboom te beleggen: doordat beleggers bij afsluiting van het derivaat slechts een klein percentage van de nominale waarde betalen, kunnen zij meer risico aangaan dan met traditionele beleggingsinstrumenten. Voor kredietderivaten is de liquiditeit in de markt vaak groter dan voor de onderliggende bedrijfsobligaties.

Grafiek 16 - Marktwarde derivatenportefeuille sterk beïnvloed door rentecontracten

Som van bruto positieve en negatieve marktwaardes in EUR miljard bij Nederlandse banken. Per jaar ultimo



Bron: DNB.

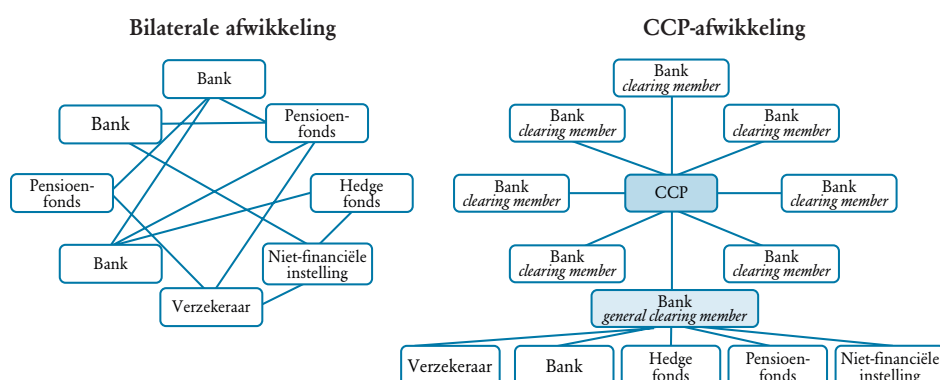
Hoewel derivaten de mogelijkheid bieden om risico's af te dekken, vergroten zij ook de complexiteit van de risicobeheersing. In het recente verleden hebben meerdere semipublieke instellingen zoals woningcorporaties grote verliezen geleden op hun derivatencontracten. Deze voorbeelden illustreren de noodzaak van een adequate risicobeheersingsomgeving wanneer derivaten afgesloten worden.

Bij de uitbraak van de crisis bleek het toegenomen derivatengebruik de verwevenheid en intransparantie in het financiële stelsel te hebben vergroot. Ten tijde van de crisis was het merendeel van de derivatencontracten ongestandaardiseerd en daardoor slecht verhandelbaar. Doordat deze contracten bilateraal waren afgesloten, was de markt sterk verweven, maar ontbrak transparantie daarover. Bij sommige transacties werd geen onderpand uitgewisseld waardoor het tegenpartijrisico groot was. Toen de financiële crisis uitbrak, bestond hierdoor veel onzekerheid bij marktpartijen en beleidsmakers over de financiële risico's waaraan instellingen en het financiële stelsel door derivaten blootstonden.

In reactie hierop worden wereldwijd beleidshervormingen doorgevoerd. In navolging van de afspraken die de G20-landen hebben gemaakt tijdens de Pittsburgh-top van 2009, worden maatregelen getroffen die de transparantie in de derivatenmarkt vergroten en tegenpartijrisico's verkleinen. In Europa zijn deze hervormingen opgenomen in de *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) en de *Capital Requirements Regulation* (CRR), in de VS maken zij deel uit van de Dodd Frank-wet.

De hervormingen sturen aan op centrale afwikkeling van derivaten en verplichte afdracht van onderpand. Transparantie wordt vergroot door derivaten in toenemende mate centraal af te wikkelen en door transacties verplicht te registreren bij transactieregisters. Om afwikkeling via centrale tegenpartijen (*Central Counterparties*, CCP's) te stimuleren worden de kapitaalseisen van bilateraal afgewikkelde contracten verder verhoogd dan die van centraal afgewikkelde contracten. Gestandaardiseerde derivaten moeten altijd centraal worden afgewikkeld. CCP's treden op als intermediair bij een transactie, waarbij de CCP de verplichtingen van beide partijen overneemt, waarvoor zij onderpand eist (figuur 2). Veel niet-bancaire instellingen hebben zelf geen directe toegang tot een CCP en gebruiken hiervoor een *general clearing member*: een bank die direct op de CCP is aangesloten en transacties uitvoert voor derden. Een bank die zijn directe toegang enkel gebruikt voor afwikkeling van haar eigen derivatenportefeuille staat bekend als een *clearing member*. CCP's verkleinen risico's die samenhangen met OTC-handel. Zij verminderen de informatie-asymmetrie: doordat partijen bij centrale afwikkeling nog maar met één tegenpartij te maken hebben, worden *due diligence* en risicobeheersing vergemakkelijkt en transparantie vergroot. Daarnaast worden verliezen door middel van CCP's op een voorspelbare manier verdeeld onder de aangesloten clearing members. Tot

Figuur 2 - CCP's spelen een sleutelrol in de derivatenmarkt



slot salderen CCP's onderpand multilateraal wat het risico van onderpandschaarste beperkt.

Invloed op financiële stabiliteit

Tegelijkertijd zorgen deze hervormingen ook voor nieuwe risico's zoals toenemende concentratie op CCP's en general clearing members. De verplichte centrale afwikkeling van gestandaardiseerde contracten vergroot het concentratierisico van banken door stijgende uitzettingen op CCP's en op general clearing members. Het is te voorzien dat het gros van de centrale afwikkeling op den duur zal worden uitgevoerd door enkele grote CCP's vanwege schaalvoordelen en netwerkeffecten – hoe meer partijen zich aansluiten, hoe waardevoller het netwerk is. Bepaalde CCP's vervullen inmiddels een dusdanig grote rol in de financiële infrastructuur dat een faillissement van zo'n instelling een zeer negatieve impact zou hebben op het financiële stelsel. Evenzo stijgt het concentratierisico en de afhankelijkheid van kleine banken en niet-bancaire instellingen op general clearing members. Vanwege deze toegenomen systeemrelevantie staan CCP's en ook general clearing members als bancaire instelling onder toezicht. DNB houdt toezicht op de twee Nederlandse CCP's (EuroCCP N.V. en HCH). Aangezien deze twee partijen geen OTC-derivaten afwikkelen, maken Nederlandse instellingen ook gebruik van buitenlandse CCP's.

Het toenemende gebruik van onderpand kan in tijden van marktturbulentie leiden tot schaarste bij individuele instellingen. Door de verplichte afdracht van onderpand in derivatentransacties in combinatie met toenemende onderpandbehoefte door aangescherpte liquiditeitseisen die onder Bazel III gelden, zal de vraag naar onderpand toenemen. Het aanbod van geschikt onderpand is daarbij achtergebleven vanwege de afgenomen kredietwaardigheid van overheden, bedrijven en huishoudens. Onderzoek laat zien dat deze ontwikkelingen op korte termijn waarschijnlijk niet tot onderpandschaarste op systeemniveau zullen leiden, maar dat dit in tijden van marktturbulentie wel bij individuele instellingen kan optreden.⁸ Onderpandschaarste leidt tot liquiditeitsrisico indien instellingen activa tegen ongunstige prijzen te gelde moeten maken of, indien dit niet mogelijk is, dat hun derivatencontract ontbonden wordt waardoor hun risico-afdekking vervalt.

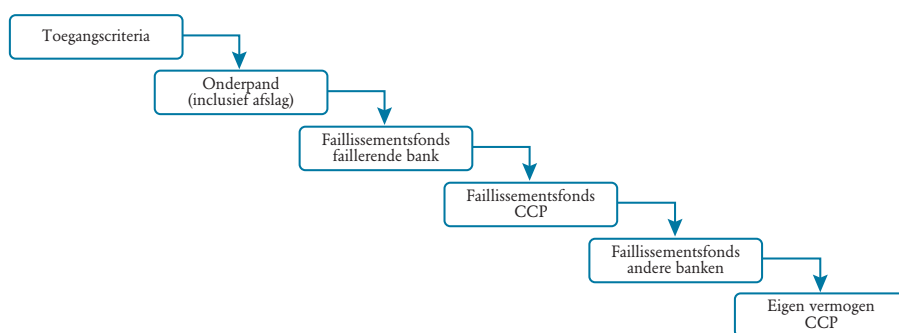
Het verplichte gebruik van onderpand vergroot de procyclische effecten in het stelsel. Doordat het onderpand op marktwaarde wordt gewaardeerd, worden afslagen in tijden van marktturbulentie verhoogd en moeten partijen extra onderpand inbrengen. Dit geldt ook voor verzekeraars en pensioenfondsen wanneer zij hun variatierisico met kasmiddelen voldoen. Omdat verzekeraars en pensioenfondsen relatief weinig kasmiddelen bezitten, zullen zij in dat geval andere activa te gelde maken, wat de marktturbulentie vergroot. Om het procyclische effect van het gebruik van onderpand te beperken, is het belangrijk dat de marges en afslagen in stabiele tijden voldoende prudent zijn. Wanneer blijkt dat dit niet het geval is, kan DNB voor Nederlandse CCP's minimumniveaus opleggen. Voor buitenlandse CCP's dient dit te gebeuren via internationaal samenwerkende toezichtscolleges (*supervisory colleges*).

De verwevenheid van het financiële stelsel neemt toe doordat instellingen hun onderpand in geval van schaarste zullen hergebruiken of transformeren. Uit een steekproef van DNB blijkt dat instellingen onderpandschaarste op meerdere manieren trachten te voorkomen.⁹ Soms wordt afgezien van een derivatentransactie. Verder worden activa door securitisatie geschikt gemaakt als onderpand. Ook geven instellingen aan dat zij overwegen om bij bilaterale contracten onderpand dat

⁸ Levels, A., Capel, J. (2012), Is Collateral Becoming Scarce? Evidence for the euro area, DNB Occasional Studies, Vol.10, No.1.

⁹ Levels, A., Capel, J. (2014), Collateral optimization, re-use and transformation - developments in the Dutch financial sector, nog te verschijnen.

Figuur 3 - Verlieswaterniveau beschermt CCP tegen faillissement



bij hen in bewaring is gegeven, voor zover dat is toegestaan, door te geven aan andere partijen. Tot slot geven zij aan onderpand te transformeren. Dit houdt in dat onderpand wordt verkocht of geruild tegen ander soort onderpand, bijvoorbeeld via de repomarkt, of via een externe partij. Door het hergebruik en de transformatie van onderpand, neemt de verwevenheid in het financiële stelsel toe.

Beleidsmaatregelen

Het concentratierisico op CCP's stelt hoge eisen aan hun risicobeheersing en schokbestendigheid. Door de verplichte afwikkeling van gestandaardiseerde contracten via CCP's zal de systeemrelevantie van deze partijen toenemen. Studies voorspellen dat het aandeel centraal afgewikkelde contracten zal verdubbelen tot ruim de helft van alle bilaterale derivaten.¹⁰ Het is daarom van groot belang de kans op een faillissement van een CCP te minimaliseren. Deels is dit geborgd door het bedrijfsmodel. Doordat CCP's zelf geen netto blootstelling hebben op derivaten, lopen zij geen risico op prijsveranderingen. Daarnaast hanteren CCP's een uitgebreide waterniveau om verliezen die volgen uit het faillissement van een clearing member te kunnen opvangen (figuur 3). Allereerst hanteren zij strenge toegangscriteria, onder andere wat betreft de risicobeheersingsomgeving. Voorts zijn clearing members verplicht om zowel bij afsluiting van het derivaat, als bij een tussentijdse waardedaling van het derivaat onderpand af te dragen aan de CCP; de zogenaamde initiële- en variatiemarge. Deze variatiemarge moet in kasgeld betaald worden zodat de CCP dit kan doorgeven aan clearing members van wie het derivaat in waarde is gestegen. Ook moeten clearing members *ex ante* onderpand afdragen aan een eigen faillissementsfonds. Wanneer dit fonds in geval van een deconfiture ontoereikend is, worden ook het faillissementsfonds van de CCP en daarna van andere clearing members gebruikt. Tot slot heeft de CCP eigen vermogen dat kan worden aangesproken. Deze waterniveau moet tegenwoordig bestand zijn tegen het gelijktijdige faillissement van de twee grootste aangesloten clearing members. Het faillissement van de Amerikaanse zakenbank Lehmann Brothers, die zeer actief was op de derivatenmarkt, kon door de toenmalige structuur reeds worden opgevangen.

Omdat een faillissement van een CCP nooit helemaal uitgesloten kan worden, is het van belang om de impact van een onverhoopt faillissement te verkleinen. Ondanks de uitgebreide verlieswaterniveau is een faillissement van een CCP nooit helemaal uit te sluiten. Het is daarom van belang dat een CCP bij faillissement op een ordelijke manier kan worden afgewikkeld. In FSB-verband wordt momenteel

¹⁰ BCBS (2013), Macroeconomic impact assessment of OTC derivatives regulatory reforms, Report issued by the Macroeconomic Assessment Group on Derivatives (MAGD), August 2013.

gewerkt aan standaarden voor herstel- en resolutieplannen voor CCP's en andere marktinfrastructuren. Dergelijke standaarden zijn van groot belang om een CCP bij een eventueel faillissement ordelijk te kunnen afwickelen.

De omvang en systeemrelevantie van de derivatenmarkt maakt monitoring op basis van transactiedata noodzakelijk. De verplichte registratie van derivatentransacties bij een transactieregister geeft inzicht in de concentratie en verwevenheid van het financiële stelsel door derivaten. Hierdoor kunnen onevenwichtigheden vroegtijdig worden geïdentificeerd. Toezichthouders dienen deze transactiedata goed te monitoren.

Afkortingen

AQR	Asset Quality Review
CCP	Central Counterparty
CRR	Capital Requirements Regulation
EME	Emerging Market Economy
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
FSB	Financial Stability Board
LTI	Loan to Income
LTV	Loan to Value
NHG	Nationale Hypotheekgarantie
NHI	Nederlandse Hypotheekinstelling
OFS	Overzicht Financiële Stabiliteit
OTC	Over-The-Counter
SRM	Single Resolution Mechanism
VLTRO	Very Long-Term Refinancing Operation

Afkortingen landen

AT	Oostenrijk
BE	België
DE	Duitsland
DK	Denemarken
ES	Spanje
FI	Finland
FR	Frankrijk
GB	Verenigd Koninkrijk
GR	Griekenland
IE	Ierland
IT	Italië
NL	Nederland
PT	Portugal
SE	Zweden
VS	Verenigde Staten

