

Vergaderjaar 2014–2015

**33 283**

## **Macro-economische risico's voor het financiële stelsel**

**Nr. 10**

### **BRIEF VAN DE NEDERLANDSCHE BANK**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Amsterdam, 8 juni 2015

Naar aanleiding van de aanbevelingen van de Commissie De Wit heeft de Tweede Kamer DNB en het CPB verzocht jaarlijks te rapporteren over financiële stabiliteitsrisico's. Net als de afgelopen jaren (Kamerstuk 33 283, nrs. 2, 4 en 7) komt DNB ook dit jaar graag tegemoet aan dit verzoek.

Deze brief schetst de belangrijkste risico's en beleidsmaatregelen. Het is een aanvulling op het onlangs verschenen Overzicht Financiële Stabiliteit van DNB, dat inzicht biedt in de risico's voor de financiële stabiliteit en aanbevelingen geeft om deze tegen te gaan (zie bijlage<sup>1</sup>).

Uw uitnodiging om op 16 juni in een openbaar gesprek met de Kamer over de financiële stabiliteitsrisico's van gedachten te wisselen, aanvaard ik graag.

Hoogachtend,

K. Knot

---

<sup>1</sup> Raadpleegbaar via [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl)

## **Macro-economische risico's voor het financiële stelsel**

In het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS) van afgelopen april schetst DNB de belangrijkste financieel-economische ontwikkelingen die de financiële stabiliteit in Nederland beïnvloeden. Deze worden hieronder toegelicht, gevolgd door een overzicht van beleidsmaatregelen die volgens DNB nodig zijn om deze risico's tegen te gaan.

### **Financieel-economische ontwikkelingen en risico's voor de financiële stabiliteit**

**Het ontluikende economische herstel in Nederland en het eurogebied is omgeven met neerwaartse financiële stabiliteitsrisico's.** Door deze neerwaartse risico's bestaat het gevaar van een plotselinge ommekeer van het huidige sentiment. De oorsprong van veel van deze risico's ligt buiten Nederland. Zo is in verschillende regio's in de wereld recentelijk sprake geweest van toenemende politieke onrust. Het verder oplaaien hiervan kan een negatief effect hebben op de wereld economie. In Europa eist de precaire financiële positie van de Griekse overheid en het bankwezen sinds begin dit jaar weer volop aandacht; dit heeft de Europese schuldencrisis opnieuw op de voorgrond geplaatst. Daarnaast voeren centrale banken wereldwijd een zeer ruim monetair beleid ter ondersteuning van de reële economie, dat in de komende jaren wel meer uiteen zal gaan lopen. De ECB zal in ieder geval tot ten minste september 2016 doorgaan met kwantitatieve verruiming. De Amerikaanse Fed heeft daarentegen haar aankopen al beëindigd en staat aan de vooravond van een normalisatie van haar monetaire beleid. Vooralsnog is onduidelijk hoe en in welk tempo de *exit* van de Amerikaanse Fed zal worden vormgegeven. In een door DNB uitgewerkt scenario lijken de economische effecten van een onverwachte renteverhoging door de Fed voor Nederland beperkt te zijn<sup>2</sup>. Een terugval van de wereldhandel wordt grotendeels tenietgedaan door een lagere olieprijs en een depreciatie van de effectieve eurokoers, die de prijsconcurrentiepositie van exporteurs ten goede komt. Dit laat overlet dat de onzekerheid rond de *exit* tot een plotselinge wending van het sentiment op financiële markten kan leiden.

**Voor een duurzaam herstel uit de crisis blijft van onverminderd belang dat Europa de ingeslagen weg voortzet bij het versterken van economieën en het financiële stelsel.** Nu de ECB nagenoeg alle instrumenten uit haar monetaire beleidsarsenaal heeft ingezet, zijn aanvullende maatregelen op andere beleidsterreinen meer dan ooit nodig om een hogere economische groei te bereiken. Zo is het van belang dat landen als Frankrijk en Italië het ingeslagen pad van structurele hervormingen blijven volgen.

**Keerzijde van het onconventionele monetaire beleid is dat een omgeving met lage rentes aanzet tot een zoektocht naar rendement.** De ruime liquiditeitscondities wekken de indruk van rust en permanente liquiditeit. In combinatie met de lage rente is hierdoor onder beleggers een toegenomen risicobereidheid en een zoektocht naar rendement ontstaan. Er zijn aanwijzingen dat sommige koersen als gevolg hiervan zijn gaan afwijken van de economische fundamenten. Wanneer risico's niet adequaat worden beprijsd en koersen afwijken van de fundamenten, zijn de gevolgen van een plotselinge ommekeer in het markt sentiment potentieel groot.

**Gebrekkige liquiditeit op bepaalde secundaire markten kan een prijscorrectie versterken.** Ondanks het ruime liquiditeitsbeleid van

<sup>2</sup> Zie «Economische ontwikkelingen en vooruitzichten – juni 2015», DNB, 8 juni 2015.

centrale banken is op sommige secundaire markten in de afgelopen jaren de liquiditeit juist afgenomen. Dit geldt zeker voor de markt voor bedrijfsobligaties. De afnemende liquiditeit hangt deels samen met regelgeving die de handelsactiviteit van banken ontmoedigt. Dit maakt banken minder kwetsbaar voor schokken, maar de teruglopende liquiditeit kan een eventuele omslag in het marktsentiment versterken. Daarnaast beïnvloedt het aankoopprogramma van de Europese Centrale Bank de vraag- en aanbodcondities op de markt voor Europese overheidsobligaties. De recente uitzonderlijke volatiliteit van Duitse staatsobligaties – het verschil tussen de hoogste en de laagste Duitse tienjaarsrente bedroeg op 7 mei maar liefst 22 basispunten – illustreert de wisselwerking tussen de gebrekkige marktliquiditeit en het exceptioneel ruime monetaire beleid.

**Het Europese financiële stelsel is met de start van het Europese banktoezicht robuuster geworden.** Het *Single Supervisory Mechanism* (SSM) houdt als onderdeel van de ECB sinds begin november 2014 toezicht op de grootste Europese banken. De geslaagde afronding van de *Comprehensive Assessment* (CA) eind oktober was een belangrijke mijlpaal en markeerde de start van dit Europese banktoezicht. In de aanloop hiernaartoe hebben veel Europese banken al balansversterkende maatregelen genomen. In de CA zijn via een uitgebreid onderzoek de problemen op de bankbalansen geïdentificeerd en gerepareerd. Een omslag in de zoektocht naar rendement en het marktsentiment was een hoofdelement in de daaropvolgende stresstest waar de betrokken banken aan zijn onderworpen. De zeven deelnemende Nederlandse instellingen (ING Bank, Rabobank, ABN AMRO, SNS Bank, BNG Bank, NWB Bank en RBS N.V.) bleven in het balansonderzoek en de stresstest ruim boven de gestelde minima.

**Naar aanleiding van de financiële crisis hebben toezichthouders en overheden beleid ontwikkeld dat zowel de kans op als de impact van faillissementen van systeembanken beperkt.** Dit beleid is nodig om te voorkomen dat systeembanken in de toekomst opnieuw het financiële systeem aan het wankelen brengen. Een belangrijk nieuw instrument hierbij is *bail-in*. Het oogmerk hiervan is dat private partijen voortaan de kosten van falende systeembanken dragen, in plaats van overheden. Het beleid om systeemrisico's bij banken te verminderen, staat weliswaar al stevig in de steigers, maar is nog niet voltooid. Zo moeten autoriteiten nog de hoogte en samenstelling van de *bail-in* eis vaststellen, waarmee aandeelhouders en crediteuren verliezen van banken opvangen bij de afwikkeling van een bank.

**De situatie in Griekenland blijft zorgelijk.** Wanneer deposito's blijven wegstromen, zal de toch al wankele liquiditeitspositie van Griekse banken verder verslechteren, hetgeen zich kan vertalen in solvabiliteitsproblemen. Ook een onverhoopt bankroet van de overheid zou de Griekse economie hevig ontwrichten. De effecten van een dergelijke gebeurtenis op andere landen in het eurogebied zijn onzeker. Het is van groot belang dat binnen afzienbare tijd overeenstemming wordt bereikt over een toekomstbestendig perspectief voor Griekenland. Dit vergt dat economische hervormingen worden doorgevoerd en dat de overheidsfinanciën weer houdbaar worden gemaakt.

**De nasleep van de crisis en de huidige macro-economische omgeving vertalen zich in lage kapitaalmarktrentes, die ook Nederlandse financiële instellingen raken.** Vooral levensverzekeraars en pensioenfondsen hebben last van de lage rente. Doordat hun verplichtingen veelal een langere looptijd hebben dan hun beleggingen, leidt een daling van de rente tot een verslechtering van hun solvabiliteit. Het effect

van de lage rente op de winstgevendheid van banken is minder groot: stresstestberekeningen van DNB laten zien dat grote effecten op de kapitaalpositie niet te verwachten zijn.

**Problemen in de levensverzekeraarssector kunnen de financiële stabiliteit bedreigen.** Levensverzekeraars hebben relatief weinig herstel mogelijkheden. Zo kunnen afgegeven nominale rendementsgaranties niet naar beneden worden bijgesteld. Bovendien staat het bedrijfsmodel van levensverzekeraars toch al onder druk door de afnemende vraag naar levensverzekeringsproducten. In tegenstelling tot verzekeraars kunnen pensioenfondsen de uitkeringen gemakkelijker bijstellen. Het nieuwe FTK biedt bovendien de ruimte om dit geleidelijk te doen. De keerzijde van deze aanpassingsmogelijkheden is dat pensioen-uitkeringen minder snel geïndexeerd kunnen worden.

**De Nederlandse bankensector heeft haar financiële positie in de afgelopen jaren verbeterd.** De kernkapitaalratio van de Nederlandse bankensector bedroeg eind 2014 14,1% op basis van Basel III-transitieregels, terwijl de corresponderende leverage-ratio 4,0% bedroeg. De Nederlandse banken zijn daarmee goed op weg om te voldoen aan de uiteindelijke Basel III-eisen. Wel moeten ze de komende jaren hun kapitaalpositie verder verbeteren om ook in de toekomst aan alle eisen te kunnen voldoen.

**De ingezette cultuurverandering in de financiële sector dient verder te worden verdiept en verankerd.** In de aanloop naar de crisis was de governance van veel financiële instellingen onvoldoende effectief in het beheersen van de risico's. Daarbij schoten niet zozeer de governance regels zelf te kort, maar vooral de implementatie van deze regels en de intentie erachter: de cultuur was niet in lijn met de intentie van de regelgeving. Om deze reden heeft DNB haar toezicht op governance, gedrag en cultuur in de afgelopen jaren geïntensiveerd. Ook is in nationaal en internationaal verband beloningsbeleid ontwikkeld om ongewenste prikkelwerking tegen te gaan. DNB constateert in haar toezicht dat de sector een begin heeft gemaakt met de benodigde cultuurverandering. Wel lijken de meest zichtbare aanpassingen tot nog toe vooral ingegeven door maatschappelijke druk en regelgeving. Uit het feit dat zich nog altijd incidenten voordoen, blijkt dat de cultuuromslag nog niet verankerd is en een lange adem vereist.

**De Nederlandse huizenmarkt veert op, wat positief is voor de financiële stabiliteit.** Ten opzichte van het dieptepunt in 2013 zijn de huizenprijzen met 4,4% gestegen (gecorrigeerd voor inflatie bedroeg de huizenprijsstijging 2,2%). Ook het aantal woningverkoop is flink toegenomen. Het herstel van de woningmarkt wordt gestuurd door de lage rente, die de leencapaciteit vergroot en de woonlasten drukt. Ondanks het ingezette herstel, kampt de woningmarkt nog steeds met kwetsbaarheden uit het verleden. Zo stond begin dit jaar 60% van de huizenbezitters tussen de 30 en 40 jaar onder water. De buffers van deze huishoudens zijn doorgaans onvoldoende om hun restschuld weg te werken, wat hun financiële planning en eventuele verhuishwensen kan frustreren. Daarnaast is de totale Nederlandse hypotheekschuld van huishoudens met ruim 95% van het bbp nog steeds één van de hoogste ter wereld.

## **Beleid**

**Van de levensverzekeringsector verwacht DNB dat deze zich aanpast aan de fundamentele veranderingen in de markt.** Enerzijds zal de sector in actie moeten komen om de bedrijfsmodellen toekomstbe-

stendig te maken, zodat zij ook in de toekomst kan blijven voldoen aan de langlopende verplichtingen aan polishouders. DNB ziet hierop toe en spreekt de sector aan op de toekomstbestendigheid van hun bedrijfsmodel. Gezien het feit dat de sector krimpt, zullen levensverzekeraars daarbij ook de kosten naar beneden moeten brengen. Anderzijds moeten individuele levensverzekeraars rekening houden met de situatie waarin de solvabiliteit onverhoopt onvoldoende blijkt. In het licht van de lagerente-omgeving is daarbij van belang dat verzekeraars zich bewust zijn van het verschil tussen de wettelijke kapitaalpositie, gebaseerd op de zogenoemde *Ultimate Forward Rate* (UFR), en de (minder gunstige) onderliggende positie op basis van marktwaardering. Zij zullen dit verschil bij hun kapitaal- en dividendbeleid in acht moeten nemen.

**Een verdere verlaging van de Loan-to-Value (LTV)-limiet voor woninghypotheken is wenselijk.** Het Financieel Stabiliteitscomité (FSC) adviseert volgende kabinetten de LTV-limiet voor hypotheken na 2018 verder te verlagen naar 90% door voortzetting van het huidige afbouwtempo van 1%-punt per jaar. Dit advies sluit naadloos aan op de kabinetsvisie op de bankensector, waarin het kabinet heeft aangegeven een verdere verlaging van de LTV-limiet op termijn wenselijk te vinden en bij robuust herstel van de woningmarkt nadere voorstellen hiervoor te zullen doen.

**De LTV-limiet vormt onderdeel van een bredere problematiek.** DNB heeft er onlangs op gewezen dat Nederlandse gezinnen zowel veel lenen als veel sparen<sup>3</sup>. De hypotheekrenteaftrek geeft huishoudens een prikkel om maximaal te lenen, ook na de ingezette geleidelijke verlaging van het hoogste aftrektarief. Waar een voor de hand liggende versnelde afbouw van de hypotheekrenteaftrek deze prikkel verder zou afzwakken, stelt een verdere verlaging van de LTV-limiet een harde bovengrens aan de mate waarin de eigen woning met schuld kan worden gefinancierd. Tegenover de hoge hypotheekschuld staat dat veel huishoudens tijdens het werkzame leven pensioen opbouwen. De systematiek van de doorsnee-premie dwingt huishoudens om op jonge leeftijd relatief veel te sparen voor hun pensioen. DNB heeft in dat verband voor afschaffen van deze systematiek gepleit<sup>4</sup>. Dit zou de mogelijkheid creëren om jongeren minder pensioenpremie te laten afdragen, wat hen ruimte biedt om meer te sparen voor de financiering van de eigen woning. Dit strookt met aanbevelingen van de Europese Commissie en het IMF om de pensioenlast van jongeren te verlichten.

**Het FSC benadrukt het belang van een geleidelijke verlaging van de LTV-limiet en flankerend beleid voor de huurmarkt.** Het FSC heeft onderkend dat een verdere verlaging van de LTV-limiet voor aanpassingsproblemen bij starters kan zorgen, in de zin dat ze eerst een paar jaar zullen moeten sparen voordat ze tot aankoop van een eigen woning kunnen overgaan. Het FSC heeft in dat verband het belang van een geleidelijke aanpassing van de LTV-limiet tot 90% in 2028 benadrukt. Recente ramingen van DNB wijzen erop dat de Nederlandse economie en de woningmarkt in de komende jaren verder aantrekken, mede dankzij de lage rente en de kwantitatieve verruiming van de ECB<sup>5</sup>. Gegeven deze vooruitzichten lijkt de Nederlandse koopwoningmarkt een verdere geleidelijke verlaging van de LTV-limiet na 2018 goed te kunnen dragen. Wel zijn volgens het FSC aanvullende maatregelen nodig om de toegang tot de huurmarkt te borgen.

<sup>3</sup> Zie DNBulletin «Economie gebaat bij minder fiscale prikkels tot sparen en lenen» d.d. 20 februari 2015.

<sup>4</sup> Zie «Position paper DNB ten behoeve van de nationale pensioendialoog», 15 januari 2015.

<sup>5</sup> Zie «Economische ontwikkelingen en vooruitzichten – juni 2015», DNB, 8 juni 2015.