



# Overzicht Financiële Stabiliteit Voorjaar 2013

De Nederlandsche Bank

---

*Overzicht Financiële*

*Stabiliteit*

© 2013 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 1000

Dit document is samengesteld op basis van data beschikbaar t/m 2 april 2013, 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](http://www.dnb.nl)*

# Inhoud

Voorwoord	5
1 Overzicht financiële stabiliteit	7
2 Renterisico en financiële stabiliteit	15
3 Het Nederlandse depositofinancieringsgat	23
4 Gedekte financiering en activabeklemming	29
Afkortingen	35

## 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).

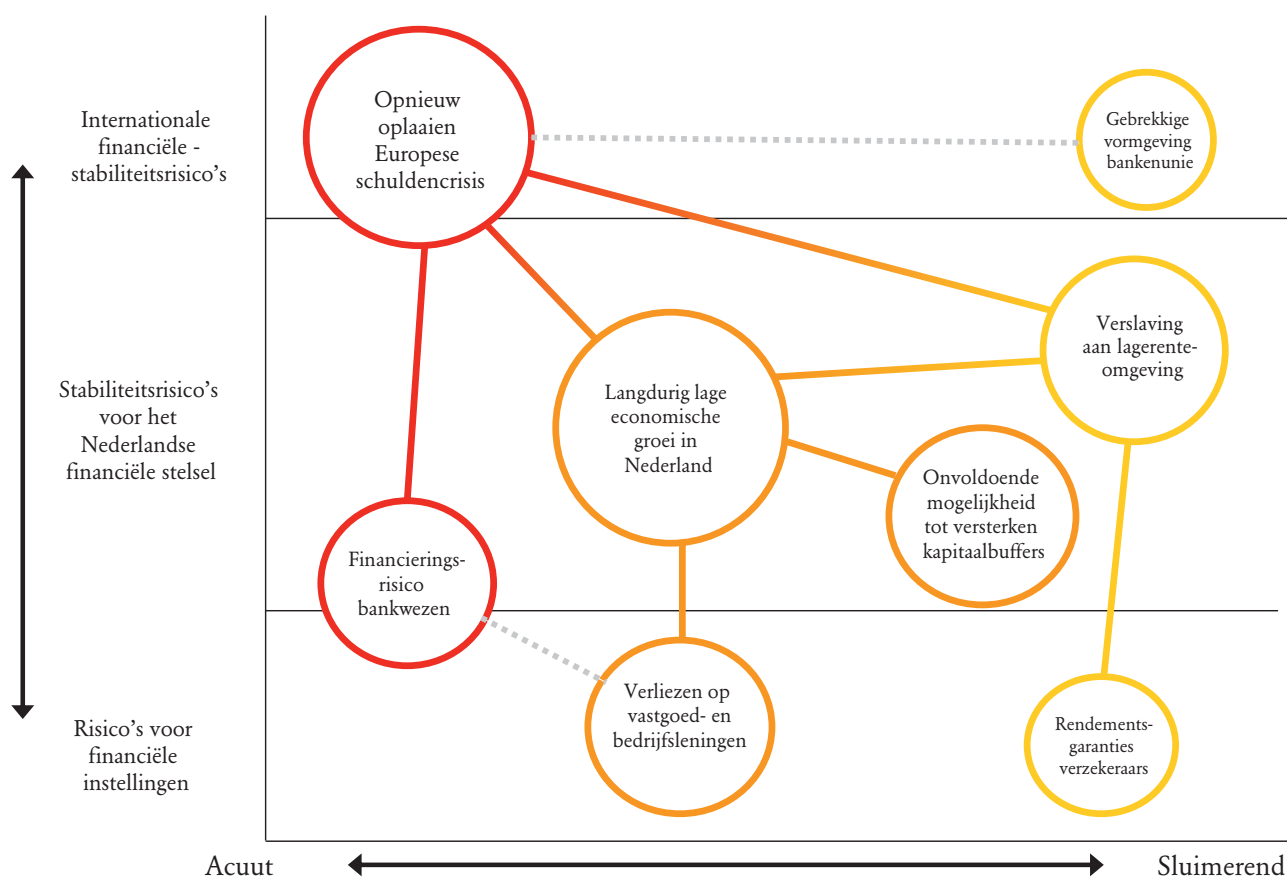
Het OFS schetst risico's die groepen instellingen of hele sectoren raken en het Nederlandse financiële stelsel en uiteindelijk ook de economie kunnen ontwrichten. DNB schrijft het OFS om belanghebbenden – financiële instellingen, beleidsmakers en het publiek – bewust te maken van deze risico's. Het eerste 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 voorstellen voor beleid dat risico's kan 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

- Hernieuwde escalatie van de Europese schuldencrisis blijft een belangrijk risico voor de financiële stabiliteit. Verdere voortgang bij de implementatie van een effectieve bankenunie blijft noodzakelijk om de schuldencrisis te bedwingen. Een voorafgaand grondig balansonderzoek onder Europese banken voorkomt dat verborgen verliezen worden overgedragen.
- De rente is in Nederland historisch laag. Dit biedt banken extra ruimte om liquidatie van problemleningen te voorkomen door het aanpassen van de kredietvoorwaarden. Banken moeten tegenover probleemkredieten adequate voorzieningen treffen. Voor levensverzekeraars vraagt de lage rentestand om terughoudendheid bij het afgeven van nieuwe rendementsgaranties, om uitholling van kapitaalbuffers te voorkomen.
- Nederlandse banken blijven vanwege het depositofinancieringsgat voorlopig sterk afhankelijk van marktfinanciering. Dit maakt hen in tijden van marktonrust kwetsbaar voor herfinancieringsrisico en vergroot de volatiliteit van de kredietverlening. Het recent ingezette huizenmarktbeleid maakt het depositofinancieringsgat geleidelijk kleiner en beter financierbaar. Toenemende financiering door pensioenfondsen en andere institutionele beleggers kan kwetsbaarheden verder beperken.
- Banken maken steeds meer gebruik van gedekte financiering. Transparantie hierover maakt de bijbehorende risico's voor beleggers inzichtelijk en versterkt zo het marktvertrouwen. Afwenteling van risico's op het depositogarantiestelsel kan worden tegengegaan door deze adequaat te beprijzen.



Kleuren groeperen risico's met een zeer grote onderlinge wisselwerking en stippellijnen geven de samenhang tussen risico's weer

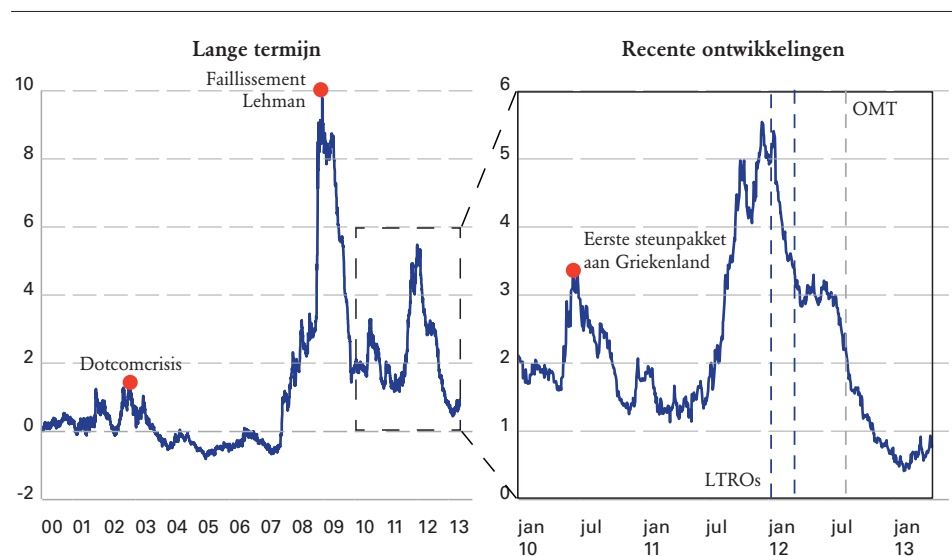
## Schuldencrisis

De marktstress in Europa is sinds vorig jaar afgenomen door ingrijpen van beleidsmakers. De daling van deze stress is eind 2011 ingezet toen de lange-termijn herfinancieringsoperaties van de Europese Centrale Bank (ECB) het acute herfinancieringsrisico van banken hebben weggenomen. De aankondiging van het Outright Monetary Transactions (OMT) programma heeft de destructieve spiraal van oplopende staatsrentes en kapitaalvlucht uit zwakke eurolanden verder doorbroken. Dit laatste programma maakt steunaankopen van staatsobligaties door de ECB mogelijk, onder de strikte voorwaarde dat gesteunde landen zich houden aan een macro-economisch aanpassingsprogramma. Ook Europese overheden bleven stappen zetten om de crisis te beëindigen. Sinds vorig jaar is de Financiële Stress Index (FSI), een samengestelde indicator voor marktstress in het Nederlandse financiële stelsel, gedaald tot het laagste niveau in vijf jaar tijd (grafiek 1). Rentevoeten van Spanje en Italië zijn sinds juli 2012 ruim twee procentpunt gedaald. Ook de financieringscondities voor Europese banken zijn verbeterd. Deze verbeterde marktomgeving wordt weerspiegeld in een afnemend beroep op de faciliteiten van het eurosysteem in Spanje en Italië en de gematigde marktreactie als gevolg van de Italiaanse verkiezingsuitslag en het Cypriotische reddingspakket. Ook zijn de risico-opslagen voor Nederlandse grootbanken sinds vorig voorjaar met ongeveer een derde gedaald.

Hernieuwde escalatie van de Europese schuldencrisis blijft echter een bedreiging voor de Nederlandse financiële stabiliteit. Bij een neerwaartse aanpassing van de Europese groeivoorzichten, uitstel van structurele hervormingen of onverwachte verliezen in de bankensector kan het marktsentiment snel weer omslaan. Europese overheden en banken zien in dat geval de financieringsrisico's toenemen, doordat zij onderling verweven zijn. Door zijn afhankelijkheid van marktfinanciering kan de stabiliteit van de Nederlandse financiële sector onder druk komen te staan bij sterk oplopende marktstress. Het is daarom van belang dat Europese overheden hun ingezette hervormingsagenda door blijven zetten.

### Grafiek 1: Financiële-stressindex voor Nederland

Per dag, 01-01-2000 t/m 02-04-2013.



De stressindex bestaat uit subindices voor de Nederlandse obligatie-, aandelen- en valutamarkt, en enkele markten die specifiek van belang zijn voor de Nederlandse bankensector.

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

**Een effectieve bankenunie doorbreekt de negatieve wisselwerking tussen banken en overheden.** Voorafgaand hieraan is een grondig balansonderzoek onder Europese banken van belang. De oprichting van één Europese toezichthouder door de Europese raad is een belangrijke eerste stap richting een bankenunie. Om te voorkomen dat weeffouten in de bankenunie de kiem leggen voor nieuwe risico's, is het belangrijk dat beleidsmakers alle onderdelen ervan zorgvuldig uitwerken. Zo is het essentieel om het Europese toezicht aan te vullen met een effectief resolutieregime, in de vorm van een Europese resolutieautoriteit en een Europees depositogarantiestelsel. Daarnaast is bij de transitie naar de bankenunie belangrijk dat geen verborgen verliezen worden overgedragen. Daarvoor is een grondig balansonderzoek, een zogeheten *Asset Quality Review*, nodig voordat het toezicht op banken wordt overgedragen aan de nieuwe toezichthouder. Waar geen andere mogelijkheid is om geconstateerde kapitaaltekorten aan te vullen, moet de optie bestaan banken vanuit het noodfonds ESM te herkapitaliseren of af te wikkelen.

**Daarnaast kan de bankenunie door uniform toezicht en regelgeving een belangrijke bijdrage leveren aan versterking van het marktvertrouwen in Europese banken.** Het gebrek aan vertrouwen uit zich in de lage marktwaarde van bank aandelen. De verhouding tussen de totale marktwaarde van bank aandelen en het eigen vermogen (de zogenaamde *koers-boekwaarderatio*, zie grafiek 2), bevindt zich al sinds de crisis ruim onder de één. Voor de lage waardering van bank aandelen bestaan diverse verklaringen. Mogelijk veronderstellen beleggers dat nog verborgen verliezen te nemen zijn. De hoge risicopremie op achtergestelde schulden van Europese banken impliceert dat dit motief een rol speelt. Ook kunnen beleggers twijfelen over toekomstige winstuitkeringen van de instellingen, en bank aandelen daardoor als relatief onaantrekkelijk beschouwen.

**Naast een bankenunie is de versterking van de Europese economische structuur van belang om het vertrouwen van marktpartijen in de economie en de financiële sector te behouden.** Een betere afdwingbaarheid van begrotingsdiscipline, zoals afgesproken in het zogeheten *fiscal compact*, is noodzakelijk om de kans op financieel-economische schokken binnen de muntunie te verkleinen. Behoud van marktvertrouwen vereist verder het voorkomen van macro-economische onevenwichtigheden, zoals de crisis heeft aangetoond. De beste manier om deze onevenwichtigheden tegen te

## Grafiek 2: Koers-boekwaarderatio van Europese banken

Per maand, 04-1980 t/m 04-2013.



Koers-boekwaarderatio betreft de marktwaarde van het eigen vermogen gedeeld door de boekwaarde.  
Bron: Thomson Datastream.



gaan is door het verhogen van het concurrentie- en groeivermogen en het borgen van voldoende economische flexibiliteit. Dit is het doel van de zogeheten *Macroeconomische onevenwichtigheidsprocedure* (MEOP). Bij een betere preventieve afdwingbaarheid neemt de effectiviteit van deze procedure toe. Binnen de bankenunie is het des te meer van belang om zwakke overheidsfinanciën en onevenwichtigheden te voorkomen. Wanneer deze binnen de bankenunie tot verliezen bij banken leiden, is de kans immers groter dat deze via mechanismen voor risicodeling worden omgeslagen over de eurolanden.

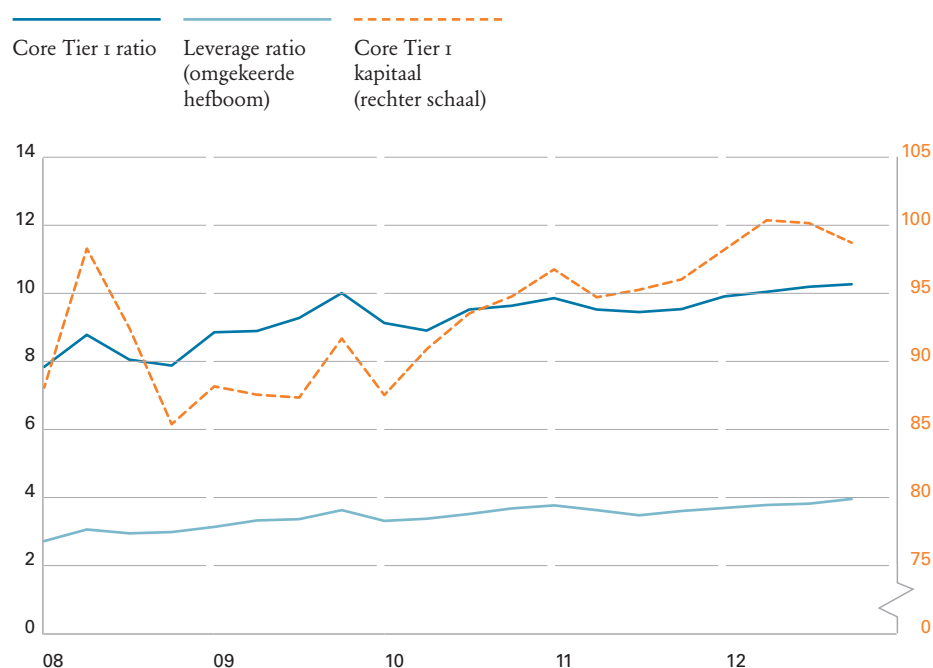
### Het Nederlandse financiële stelsel

De Nederlandse bankensector heeft in 2012 haar kapitaalpositie verbeterd. Hoewel het oplopen van de voorzieningen voor slechte leningen de winstgevendheid de afgelopen jaren heeft gedrukt, zijn banken erin geslaagd hun buffers verder te versterken. Volgens de definities van de huidige regelgeving steeg de risicogewogen kernkapitaalratio (de zogenaamde *Core Tier 1 ratio*) van de sector in 2012 van 9,5 procent naar 10,2 procent (grafiek 3). De verbetering van deze ratio is deels toe te schrijven aan een stijging van het kernkapitaal door ingehouden winsten. Daarnaast hebben banken gedurende het jaar kapitaal vrijgespeeld door de verkoop van buitenlandse activa. De ongewogen kapitaalratio van de Nederlandse bankensector steeg langzaam maar gestaag tot bijna 4 procent.

Door de kapitaalversterking ligt de bankensector op koers om tijdig te voldoen aan de toekomstige hogere eisen onder Bazel III, maar de marges zijn krap. Nederlandse banken verwachten de hiervoor benodigde bufferversterking tot 2019 grotendeels te bereiken via winstinhouding. De winsten staan echter onder druk door een

#### Grafiek 3: Buffers van de Nederlandse bankensector

In procenten van risicogewogen en totale activa (linker schaal), in EUR miljard (rechter schaal). Per kwartaal, 2008K4 t/m 2012K4.



Core Tier 1 ratio = Core Tier 1 kapitaal / risicogewogen activa (incl. vloer) x 100.  
 Leverage ratio (omgekeerde hefboom) = Core Tier 1 kapitaal / balanstotaal x 100.  
 Core Tier 1 kapitaal op rechter schaal in EUR miljard.  
 Bron: DNB.

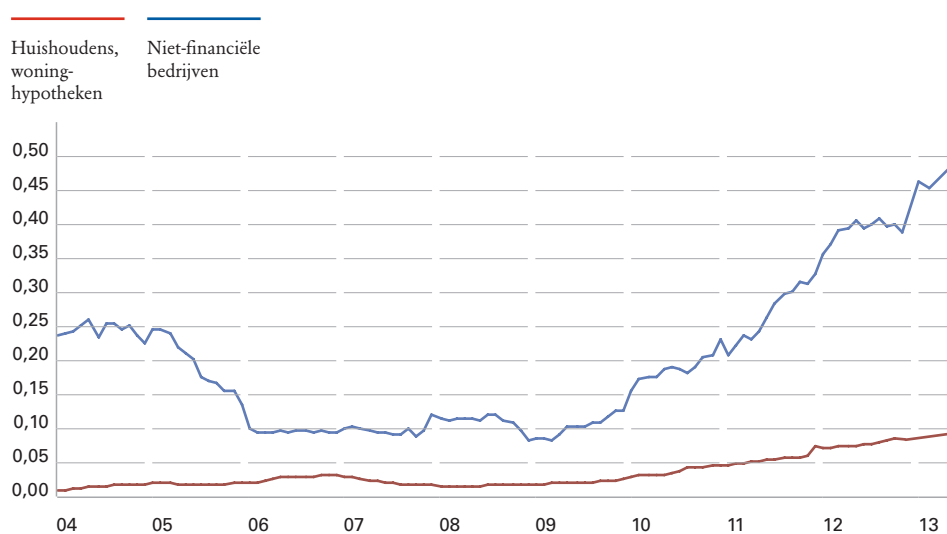
combinatie van verslechterde economische vooruitzichten en beleidsinitiatieven zoals de bankenbelasting, resolutieheffing en de door Europese lidstaten voorgenomen financiële transactietaks. Enig tegenwicht kan worden geboden door de efficiëntie van de bedrijfsvoering verder op te voeren of dividenduitkeringen verder te beperken.

**Door de zwakke economische groei neemt het kredietrisico voor Nederlandse banken toe.** De economie in het eurogebied is nog niet hersteld van de kredietcrisis. In reële termen kromp de economie tussen 2008 en 2012 met 2,5 procent in het eurogebied en met 2,7 procent in Nederland. De Nederlandse economische vooruitzichten voor de komende jaren zijn daarnaast matig, ook in vergelijking met omliggende eurolanden. Door deze omstandigheden stijgt het kredietrisico op uitstaande leningen, hetgeen wordt gereflecteerd in de sterk toegenomen voorzieningen die banken treffen voor probleemkredieten. Sinds 2008 liggen deze een factor drie hoger dan in de jaren voor de crisis. In 2012 bedroegen de nieuwe voorzieningen EUR 7 miljard, wat gelijkstaat aan 0,4 procent van de totale leningenportefeuille in binnen- en buitenland. Dit gaat ten koste van de winst en verkleint zo de mogelijkheden om via ingehouden winsten de kapitaalbuffers te versterken.

**Het stijgende kredietrisico op leningen is zichtbaar in de oplopende afschrijvingen op Nederlandse bedrijfskredieten en hypotheekleningen (grafiek 4).** Afschrijvingen op leningen volgen de toevoegingen aan voorzieningen normaliter met vertraging. Het niveau van afschrijvingen verschilt per leningenportefeuille en ligt voor bedrijfsleningen hoger dan voor hypotheekleningen. De afschrijvingen op bedrijfsleningen bedroegen begin 2013 0,5 procent van de leningenportefeuille, voor hypotheekleningen was dit circa 0,09 procent. Wel is de relatieve stijging van de verliesratio bij hypotheekleningen sterker dan bij bedrijfsleningen. Dit komt met name doordat de hypotheeklening bij een groeiend aantal huizenbezitters inmiddels hoger is dan de waarde van hun woning, een reflectie van de daling van de huizenprijzen die sinds 2008 bijna 20 procent bedraagt. Daardoor nemen zowel de kans op wanbetaling als potentiële verliezen bij wanbetaling voor banken toe.

#### Grafiek 4: Afschrijvingen op leningen

Afschrijvingen als percentage van desbetreffende niet-gesecuritiseerde leningportefeuille (binnenlands bankbedrijf). 12-maands voortschrijdende som, per maand, 01-2004 t/m 02-2013.



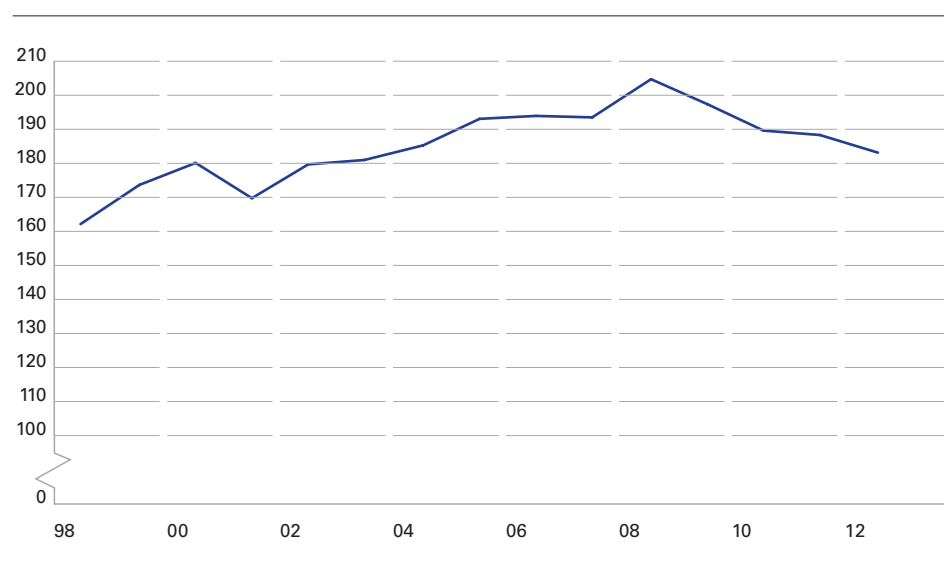
Bron: DNB.

**Binnen de bedrijfsleningenportefeuille zijn verliezen op commercieel vastgoed een bron van zorg.** Nederlandse banken hebben ongeveer EUR 80 miljard aan leningen uitstaan aan Nederlandse vastgoedpartijen. Een combinatie van structurele en conjuncturele factoren zet de vastgoedmarkt al een aantal jaren onder druk: de leegstand loopt op en verliezen nemen toe. Prijzen van Nederlands commercieel vastgoed dalen al sinds september 2008. Inmiddels bedraagt de totale daling gemiddeld 15 procent, waarbij tussen locaties en marktsegmenten grote verschillen bestaan. Financiering van commercieel vastgoed is in algemene zin een risicovolle activiteit. DNB richt zich bij haar lopende balansonderzoek (Asset Quality Review) onder Nederlandse banken dan ook als eerste op de beheersing van aan deze portefeuilles verbonden risico's. De problemen bij het recent genationaliseerde SNS REAAL zijn echter niet representatief voor de situatie bij andere banken. Deze instelling belegde een aanzienlijk groter gedeelte van haar middelen in commercieel vastgoed dan het gemiddelde bij andere banken. Bovendien is er geen andere bank waar de kwaliteit en samenstelling van de commercieel vastgoedportefeuille zo problematisch is.

**Het is van belang dat banken in de huidige lagerente-omgeving verborgen kredietverliezen voorkomen door adequate voorzieningen te treffen (zie hoofdstuk 2).** Dankzij de lage rente liggen voor veel bedrijven en huishoudens de te betalen rentevoeten op een historisch laag niveau, wat de stijging van het aantal wanbetalingen nog enigszins beperkt. Daarnaast creëert een lage rente voor banken extra ruimte om problemleningen niet direct te liquideren, maar een tijdelijke betalingspauze in te gelasten en de rentelasten te laten oplopen met de hoofdsom. Een dergelijke maatregel kan achteraf voordelig blijken voor zowel bank als debiteur als de betalingsproblemen tijdelijk blijken te zijn. Als problemen structureel blijken, leidt uitstel echter tot hogere toekomstige verliezen. Om te voorkomen dat kredietrisico's zich over de tijd ophopen, is het dus van belang dat banken tegenover problemleningen tijdig afdoende voorzieningen voor verwachte verliezen treffen of kapitaal aanhouden. Dit vermindert de kans dat verliezen later schoksgewijs genomen moeten worden en draagt bij aan het behoud van marktvertrouwen.

### Grafiek 5: Loan-to-Deposit ratio Nederlandse bankwezen

In procenten van deposito's, binnenlands bankbedrijf, per jaar, 1998 t/m 2012.



Bron: DNB.

Het ingezette woningmarktbeleid zal het Nederlandse depositofinancieringsgat geleidelijk kleiner en beter financierbaar maken. Ook een toenemende rol voor institutionele beleggers kan de financierbaarheid verbeteren (zie hoofdstuk 3). Door het depositofinancieringsgat zijn Nederlandse banken afhankelijk van marktfinanciering, hetgeen tot uitdrukking komt in de verhouding tussen leningen en deposito's van de Nederlandse bankensector (de zogeheten *Loan-to-Deposit ratio*). Deze verhouding steeg voor de crisis naar ruim 200 procent (grafiek 5). In internationaal perspectief is dit een hoog niveau. Sinds 2008 daalt de ratio geleidelijk, als gevolg van een sterkere toename van spaargeld dan van kredieten. Ook wanneer deze ontwikkeling doorzet, blijft de afhankelijkheid van marktfinanciering voorlopig echter substantieel. De hieruit voortvloeiende herfinancieringsrisico's vormen een kwetsbaarheid voor de financiële stabiliteit en kunnen banken ertoe aanzetten om de kredietverlening te beperken. Het recent ingezette huizenmarktbeleid maakt de afhankelijkheid van marktfinanciering geleidelijk kleiner door de prikkels voor schuldfinanciering te verminderen en aflossing te bevorderen. Daarnaast kunnen institutionele investeerders een grotere rol spelen als stabiele bron van bankfinanciering. DNB volgt daarom met belangstelling de initiatieven om dit te bevorderen (zie de recent uitgebrachte verkenning van Van Dijkhuizen).

**Nederlandse banken trekken steeds meer gedekte financiering aan. De resulterende activabeklemming brengt risico's met zich mee (zie hoofdstuk 4).** Bij gedekte financiering geven banken extra zekerheden aan bepaalde beleggers. Die hebben daardoor niet alleen een algemene claim op de bank, maar ook op een vooraf gespecificeerde set activa. Deze activa zijn daardoor beklemd en daarmee in geval van een faillissement niet meer beschikbaar voor andere financiers. Het kredietrisico van hun vorderingen neemt daardoor toe. Ook risico's voor het depositogarantiestelsel (DGS) nemen toe, aangezien dit mechanisme het kredietrisico voor depositohouders voor een belangrijk deel overneemt. Dit effect wordt versterkt doordat banken meer activa in onderpand geven dan de omvang van de financiering (overcollateralisatie). Activabeklemming vergroot de verwevenheid en procycliciteit in het financiële stelsel en vermindert de mogelijkheid om nieuwe ongedekte financiering uit te geven. Transparantie over activabeklemming disciplineert banken, bevordert een goede risico-inschatting door beleggers en draagt bij aan vergroting van het marktvertrouwen in Nederlandse banken. Afwenteling van risico's op het depositogarantiestelsel kan worden tegengegaan door deze adequaat te beprijzen.

## 2 Renterisico en financiële stabiliteit

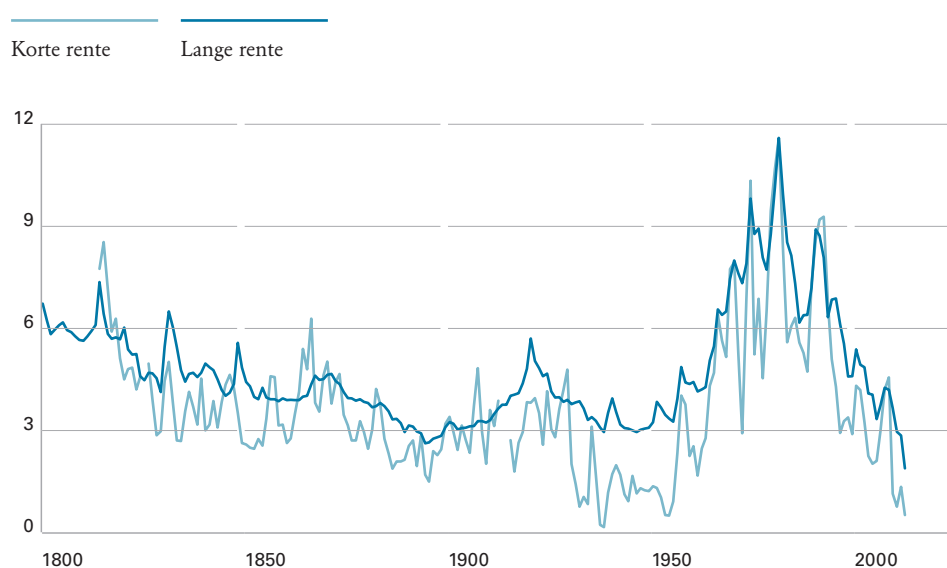
*De rente in Nederland is historisch laag. Dit biedt banken extra ruimte om problemleningen niet direct te liquideren, maar de kredietvoorwaarden aan te passen. Om te voorkomen dat kredietrisico zich door de tijd ophoopt, is van belang dat banken tegenover problemleningen adequate voorzieningen treffen. Voor levensverzekeraars brengt de lage rente risico's met zich mee vanwege aan polishouders afgegeven rendementsgaranties. Terughoudendheid bij het afgeven van nieuwe garanties is van belang, om zo uitholling van kapitaalbuffers te voorkomen. Een snelle rentestijging kan voor banken risicovol zijn, wanneer deze niet gepaard gaat met economisch herstel.*

De rente in Nederland is historisch laag, zowel in nominale als reële termen. De korte rente was slechts in de jaren '30 en '50 van de twintigste eeuw lager dan in 2012. Sinds 1800 is de risicovrije lange rente, zoals weerspiegeld in de rente op Nederlandse staatsobligaties, nog nooit zo laag geweest (grafiek 6). Het lage niveau van de korte rente is het gevolg van het ruime ECB-beleid. Bij het lage niveau van de lange rente speelt daarnaast *flight to quality* mee, richting landen met een hoge kredietwaardigheid. In een klimaat van onzekerheid hechten beleggers relatief sterk aan het veilig stellen van de hoofdsom en minder aan het behalen van rendement.

De lage risicovrije rente wordt momenteel slechts gedeeltelijk weerspiegeld in de financieringskosten van Nederlandse bedrijven en huishoudens. Nederlandse banken waren in de jaren voor de kredietcrisis in staat om financiering aan te trekken tegen een tarief rond de risicovrije rentevoet. Sinds de crisis is de door beleggers gevraagde risico-opslag voor marktfinanciering echter toegenomen en volatieler geworden. Dit verhoogt de financieringskosten voor banken en maakt hen kwets-

### Grafiek 6: Lange en korte rente Nederland

In procenten, per jaar, 1800 t/m 2012.



Bron: CBS, DNB en Global Financial Data.

baarder dan voorheen voor herfinancieringsrisico. Dit kan hen aanzetten om de kredietverlening te beperken door hogere rentes op nieuwe leningen te vragen. Daarnaast drijft de hogere volatiliteit van marktfinanciering de concurrentie op spaargeld op, waardoor de Nederlandse spaarrentes hoog liggen in internationaal perspectief (grafiek 16 in hoofdstuk 3). Mede door deze factoren hebben Nederlandse huishoudens en bedrijven nog slechts gedeeltelijk geprofiteerd van het zeer ruime monetaire beleid van de ECB (grafiek 7).

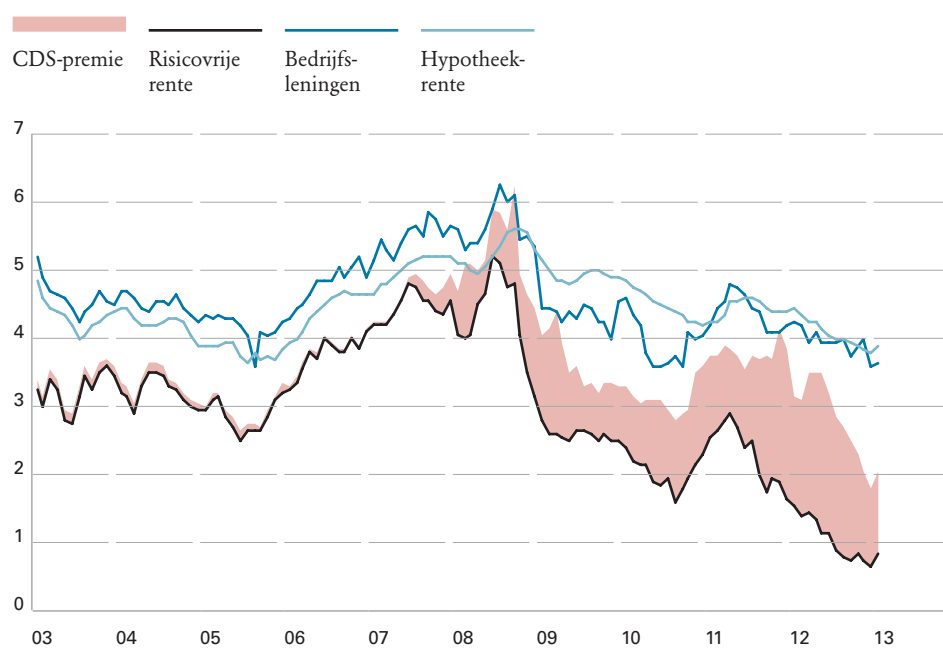
### Langdurig lage rente

**Een langdurig lage rente brengt risico's met zich mee voor de financiële stabiliteit.** Een dergelijke periode is internationaal niet zonder precedent. Zo heeft Japan sinds het begin van de jaren negentig te maken met een zeer lage korte en lange rente. Deze periode hing samen met langdurige deflatie en lage economische groei in het uiteenspatten van een zeepbel op financiële en vastgoedmarkten. Een additionele prikkel om de rente niet te verhogen was de slechte conditie van banken, die verzuimden om probleemactiva af te schrijven en hun balansen op te schonen.

**De lage lange rente in Nederland heeft een negatief effect op de vermogenspositie van verzekeraars en pensioenfondsen.** De verplichtingen van deze instellingen aan polishouders en deelnemers hebben vaak een zeer lange looptijd en stijgen daardoor bij een rentedaling snel in waarde. De tegenover deze verplichtingen aangehouden beleggingen hebben veelal een kortere looptijd en stijgen daardoor minder. Een rentedaling heeft hierdoor een negatief effect op de financiële positie. Bij Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen is dit direct zichtbaar, omdat zij hun balans op marktwaarde waarderen.

### Grafiek 7: Uitleenrente en financieringskosten

In procenten, voor 1-5-jaars rentevaste kredieten, per maand, 01-2003 t/m 01-2013.



Als risicovrije rente is de Swaprate gebruikt. De CDS-premie is het naar activa gewogen gemiddelde van de vier Nederlandse grootbanken.  
Bron: DNB en Thomson Datastream.

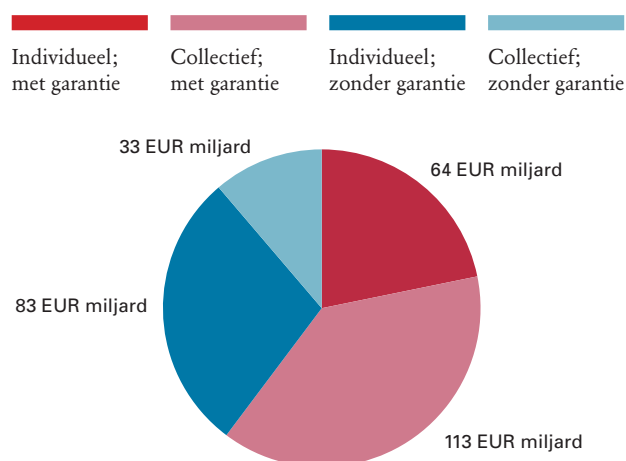
De langlopende verplichtingen van levensverzekeraars bestaan grotendeels uit polissen met rendementsgaranties. Bij een lage rente zijn deze polissen kostbaar voor verzekeraars. De levensverzekeringssector staat reeds onder druk door de krimpende markt voor individuele polissen en gedaald vertrouwen door de affaire omtrent beleggingsverzekeringen. De verdere druk die ontstaat door de lage rente hangt samen met de praktijk om polishouders rendementsgaranties aan te bieden, vooral bij lijfrenteverzekeringen en collectieve pensioenproducten. Deze producten maken zestig procent uit van de totale portefeuille van levensverzekeraars (grafiek 8). De afgelopen jaren maakt de lage rentevoet het moeilijker om voldoende beleggingswinst te realiseren ten behoeve van deze rendementsgaranties. Zo ligt de risicovrije rente sinds 2009 lager dan de gemiddeld afgegeven garanties in de portefeuille van verzekeraars (grafiek 9). Ook in internationaal perspectief hebben Nederlandse verzekeraars hoge rendementsgaranties afgegeven. Bovendien vullen zij deze vaak aan met voorwaardelijke winstdelingsconstructies, waardoor polishouders extra profiteren bij hogere behaalde rendementen. Ook in Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk is dit gebruikelijk, maar daar liggen de gegarandeerde rendementen aan polishouders met nul tot één procent aanmerkelijk lager.

**Rendementsgaranties op nieuwe contracten kunnen de kapitaalbuffers van verzekeraars uithollen.** Voor verzekeraars is het vanuit concurrentie-overwegingen verleidelijk om een zo hoog mogelijke rendementsgarantie te bieden, ook bij een laag renteniveau. Dit kan in een krimpende markt bijdragen aan het behoud van voldoende premie-inkomsten ter dekking van de vastekostenbasis. Met name op collectieve pensioencontracten geven verzekeraars momenteel nog altijd relatief hoge rendementsgaranties af. Bij deze strategie bestaat het risico dat de kapitaalbuffers van de instelling worden uitgehouden en de kwetsbaarheid voor een verdere rentedaling sterk toeneemt. Additionele risico's ontstaan wanneer verzekeraars meer beleggingsrisico nemen om de onder druk staande winstmarges te vergroten.

**Voor banken kan de rentedaling van de afgelopen jaren gunstig uitpakken, omdat dit de financieringskosten drukt.** Dit effect is echter tijdelijk. De leningen van banken aan huishoudens en bedrijven hebben doorgaans een langere rentevaste looptijd dan de door banken aangetrokken financiering. Bij een dalende rente nemen de financieringskosten dan sneller af dan de rente op uitstaande leningen en neemt de winstmarge toe, met name wanneer de korte rente sneller daalt dan de lange rente. Wanneer de rentevoeten op leningen zich ook hebben aangepast aan de nieuwe

### Grafiek 8: Garanties in levensverzekeringsproducten

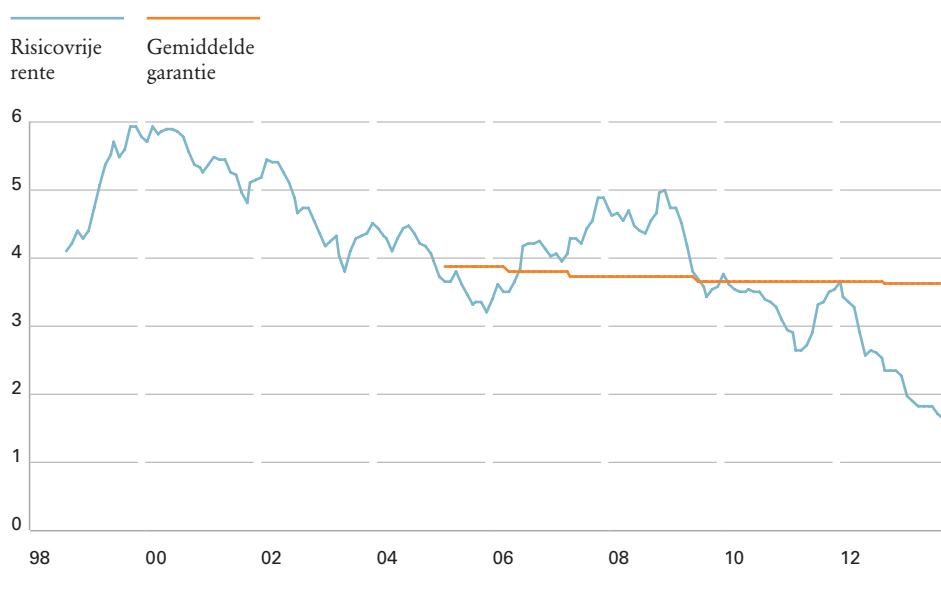
Per ultimo 2012.



Bron: DNB.

**Grafiek 9: Rentegaranties van levensverzekeraars**

In procenten, 1998 t/m 2012.



De risicovrije rente is de 10-jaars swaprente. Gemiddelde garantie gebaseerd op gegevens van 90% van de levensverzekeringsmarkt.

Bron: DNB.

situatie, keren de rentemarges weer terug naar het oude niveau. Bovendien wordt het effect momenteel gedempt doordat de risicopremie voor bankfinanciering de afgelopen jaren is toegenomen.

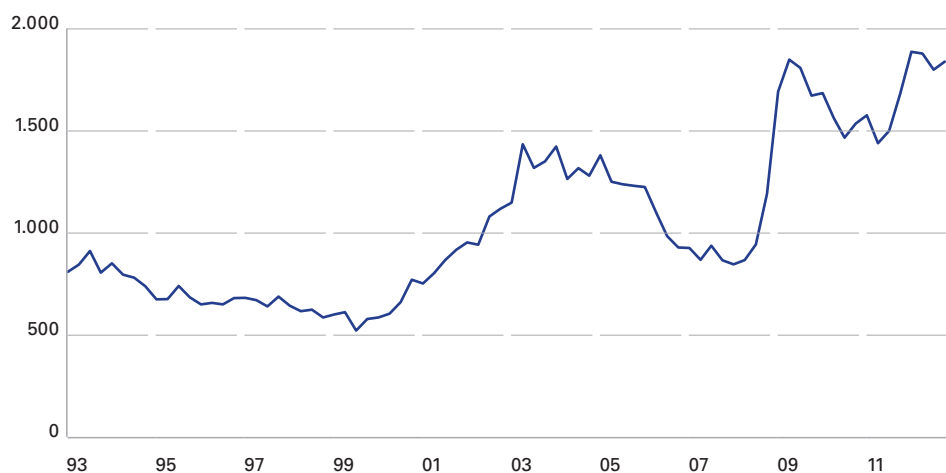
**De lage rentevoet drukt bovendien de rentelasten van gezinnen en bedrijven en beperkt zo kredietverliezen voor banken nog enigszins.** Periodes van lage rente gaan vaak gepaard met een lage economische groei. Door de lagere rente zijn kredietnemers echter beter in staat aan hun verplichtingen te blijven voldoen dan op basis van de economische conjunctuur te verwachten is. Hoewel het schuldniveau van de Nederlandse private sector hoog ligt in historisch perspectief, liggen de rentebetalingen van bedrijven en huishoudens laag (grafiek 11). Hierdoor ontstaan voor banken momenteel minder probleemkredieten en worden minder voorzieningen genomen dan wanneer de rente hoger zou zijn. Het aantal faillissementen onder Nederlandse bedrijven, dat momenteel op een historisch hoog niveau ligt, zou bij een hogere rente nog meer zijn opgelopen (grafiek 10).

**Tegelijkertijd creëert een lagerente-omgeving extra ruimte voor banken om probleemkredieten door te rollen. Dit kan bij aanhoudend lage rente leiden tot ophoping van verborgen verliezen.** Om liquidatie van probleemkredieten te vermijden, kunnen banken er bijvoorbeeld toelaten dat rentebetalingen tijdelijk worden opgeschort en opgeteld bij de uitstaande lening. Ook kunnen aflossingen worden uitgesteld door de looptijd van de lening te verlengen. Wanneer de betalingsproblemen tijdelijk blijken te zijn, is dit voordelig voor zowel bank als kredietnemer. Als problemen echter structureel blijken, zorgt uitstel van liquidatie voor hogere toekomstige verliezen. Vanuit macro-economisch perspectief is hieraan het risico verbonden dat het doorrollen van bestaande leningen nodige economische aanpassingen uitstelt en de ruimte verkleint om kredieten te verlenen voor nieuwe, meer productieve investeringen.



### Grafiek 10: Aantal faillissementen Nederlandse bedrijven

Per kwartaal, 1993K1 t/m 2012K4.

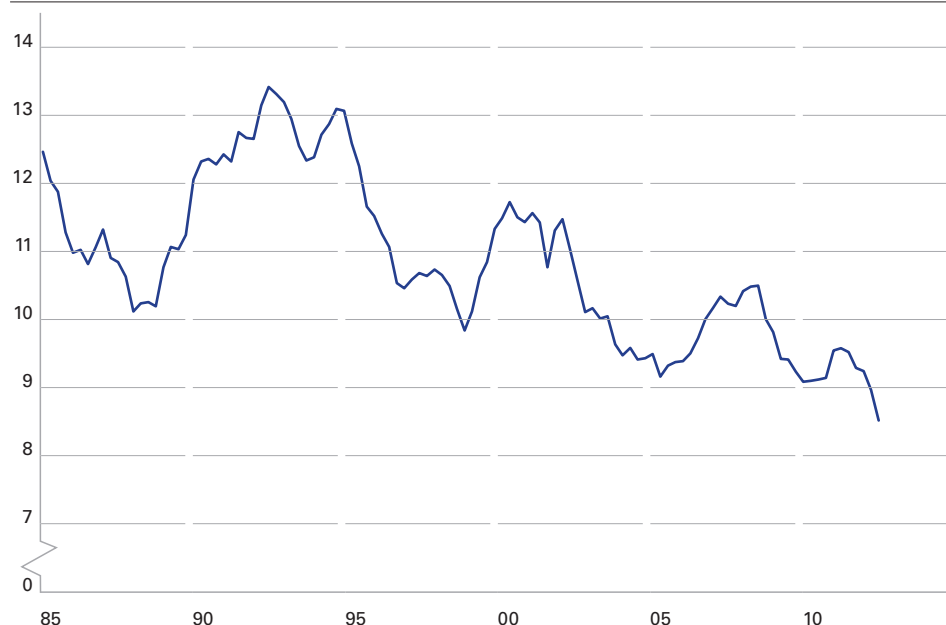


Bron: CBS.

**Hoe langer de rente laag blijft, hoe sterker de lage rentevoet doorwerkt in de rentebetalingen van huishoudens en bedrijven. Hierdoor kan gewenning optreden.** Met de tijd worden steeds meer rentevaste leningen tegen een gunstigere rente overgesloten. Daardoor werkt de huidige lage rente steeds sterker door in de rentevoeten die huishoudens en bedrijven daadwerkelijk betalen. Dit kan hen kwetsbaar maken bij een stijging van de rente naar historisch gemiddelde niveaus, hoewel de mate waarin afhangt van het bijbehorend economisch scenario.

### Grafiek 11: Betaalde rente op uitstaand krediet

In procenten van bbp, per kwartaal, 1985K1 t/m 2012K4.



Bron: CBS, DNB en eigen berekeningen.

## Stijging van de rente

Een rentestijging gaat historisch in de meeste gevallen samen met een aantrekkende conjunctuur. Een stijging van rentes verloopt vaak geleidelijk, zoals in Nederland tussen 2005 en 2007. Het kan echter ook abrupt plaatsvinden, zoals in de Verenigde Staten in 1994. Na een beperkte verhoging van de beleidsrente door de centrale bank in reactie op de verbeterde economische vooruitzichten reageerden markten relatief scherp. De lange rente steeg binnen een jaar met meer dan 2 procentpunt.

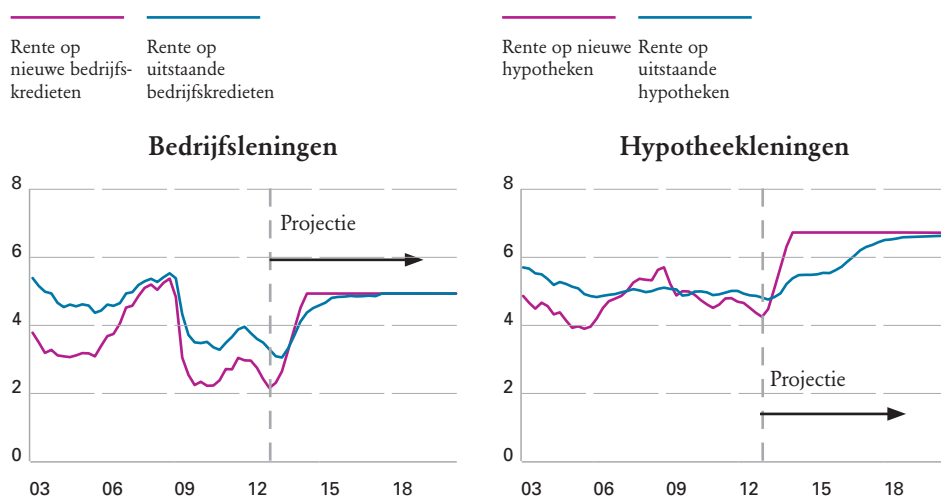
Een stijging van de rente zou sneller doorwerken in rentebetalingen van bedrijven dan van huishoudens. Dit is een gevolg van de doorgaans langere rentevaste looptijd van hypotheekleningen. Bedrijfsleningen kennen daarentegen vaak een variabele rente. Een projectie op basis van het historische verband tussen gemiddeld betaalde rentes en de rentes op nieuwe leningen maakt de snelheid waarmee een renteschok doorwerkt inzichtelijk (grafiek 12). De projectie suggereert dat na een éénmalige renteschok op nieuwe leningen de gemiddeld door bedrijven betaalde rente relatief snel stijgt. Na drie jaar is de renteschok vrijwel volledig verwerkt in de gemiddelde rentevoet. Bij hypotheekleningen duurt dit ongeveer zes jaar.

Het effect van een opwaartse renteschok op banken loopt met name via de uitstaande obligatie- en hypotheekportefeuille. Langlopende marktactiva, zoals de obligaties die door banken als liquiditeitsbuffer worden aangehouden, dalen door de renteschok direct in waarde. Daarnaast komen de netto rentebaten van banken onder druk, met name wanneer de korte rente oploopt. In dit geval lopen de variabele financieringskosten van bijvoorbeeld deposito's snel op, terwijl de hogere renteniveaus slechts vertraagd aan huishoudens kunnen worden doorberekend. Veelal dekken banken dit risico niet volledig af via rentederivaten. Doordat banken de rentes op bedrijfsleningen sneller kunnen aanpassen, is het directe renterisico hierop minder groot.

Wanneer door economisch herstel tegelijkertijd het kredietrisico afneemt, is het negatieve effect van een rentestijging voor de bankensector per saldo beperkt. Hoewel een rentestijging op zichzelf voor huishoudens en bedrijven een negatief effect heeft op de betaalbaarheid van schulden, wordt dit effect gecompenseerd

### Grafiek 12: Rentes na 250 basispunten schok

In procenten, per kwartaal, 2003K1 t/m 2020K4.



Bron: DNB.

door de positieve effecten van economisch herstel. Zo viel de rentestijging tussen 2005 en 2007 in Nederland bijvoorbeeld samen met een daling van het aantal faillissementen onder bedrijven (grafiek 10). Door het positieve effect van economische groei op de werkloosheid en de huizenmarkt worden leningen aan huishoudens eveneens minder risicovol. De afname van het kredietrisico drukt de toevoegingen aan voorzieningen die banken moeten treffen, hetgeen een positief effect heeft op hun winstgevendheid.

**Er zijn echter ook situaties denkbaar waarin een stijging van de rente optreedt zonder conjunctureel herstel.** Zo sloeg de eerder genoemde Amerikaanse rentestijging ook over naar andere ontwikkelde economieën met een lagere economische groei. Een vergelijkbare overdracht van een renteschok kan binnen het eurogebied nog sterker plaatsvinden door het gemeenschappelijk monetair beleid. Daarnaast laten de recente ervaringen in perifere eurolanden zien dat de rente snel kan stijgen wanneer beleggers het vertrouwen in de kredietwaardigheid van een overheid verliezen. Een vergelijkbaar effect kan optreden wanneer een flight to quality effect dat eerder de rente drukte, wegvalt.

**Een renteschok zonder conjunctureel herstel is voor banken het meest risicovol, omdat het kredietrisico in deze omstandigheden juist toeneemt.** In dit geval worden de negatieve effecten van de renteschok op huizenprijzen, economische groei en werkloosheid namelijk niet gecompenseerd. Dit scenario kan als een extreme uitkomst worden gezien, waarbij zowel de kans op wanbetaling als het verlies bij wanbetaling voor banken het sterkst toeneemt. Berekeningen met behulp van een stresstestmodel suggereren dat een zware renteschok zonder economisch herstel kan leiden tot aanzienlijke verliezen op bedrijfsleningen en hypotheekleningen. Bij een abrupte renteschok van 250 basispunten bedragen de additionele verliezen voor banken ongeveer EUR 8 miljard in twee jaar. Driekwart daarvan komt voor rekening van bedrijfsleningen. Wanneer verliezen tot deze schok beperkt blijven, zijn ze ten opzichte van de winst en het kapitaalniveau van de Nederlandse bankensector draagbaar.

## Beleidsmaatregelen

**Om te voorkomen dat verliezen zich in een lagerente-omgeving ophopen is van belang dat banken tijdig voorzieningen nemen, ook bij herstructurering van probleemkredieten.** Een aanpassing van de kredietvoorwaarden vermijdt voor zowel bank als debiteur op de korte termijn een relatief kostbare uitkomst. Als problemen echter structureel blijken, leidt uitstel tot hogere toekomstige verliezen. Door hiervoor adequate voorzieningen te treffen, verkleinen banken de kans dat verliezen later schoksgewijs genomen moeten worden. Dit draagt bij aan het behoud van marktvertrouwen. Voor zover het conform de regelgeving niet mogelijk is om met extra voorzieningen de toegenomen risico's adequaat te adresseren, dient dit te gebeuren door het aanhouden van additioneel kapitaal.

**Het verminderen van rendementsgaranties op nieuwe contracten verkleint risico's voor levensverzekeraars.** Met name in een lagerente-omgeving verkleint dit de negatieve effecten op kapitaalbuffers. De meest vergaande vorm om dit risico te verminderen is het niet langer aanbieden van rendementsgaranties op nieuwe polissen en collectieve contracten. Ook door het aanbieden van korter lopende of voorwaardelijke garanties worden risico's voor verzekeraars echter al verkleind. Dergelijke garanties bieden verzekeraars meer mogelijkheden om de garanties te laten mee-ademen met de resultaten van de verzekeraar.

**De rente-, markt- en kredietrisico's die banken bij een opwaartse renteschok lopen, vragen om een goede beheersing.** De potentiële verliezen bij een abrupte rentestijging zonder economische groei illustreren de noodzaak om zowel directe effecten

op kapitaal en de rentemarges als indirecte effecten via kredietrisico zorgvuldig in kaart te brengen. Als onderdeel van het thematisch toezicht kijkt DNB dit jaar specifiek naar het renterisico van individuele Nederlandse banken en de mate waarin zij dit risico beheersen.

### 3 Het Nederlandse depositofinancieringsgat

*De Nederlandse bankensector heeft een groot depositofinancieringsgat. Banken lenen meer geld aan Nederlandse huishoudens en bedrijven uit dan ze via spaardeposito's binnenkrijgen. De hoge hypotheekschuld is hiervan de belangrijkste oorzaak. Om het gat te financieren, lenen banken op de internationale kapitaalmarkt. Dit maakt ze kwetsbaar voor onrust op financiële markten en vergroot de volatiliteit van de kredietverlening in Nederland. Deze kwetsbaarheden zijn te verminderen door het depositofinancieringsgat geleidelijk te verkleinen en beter financierbaar te maken. Het nieuw ingezette huizenmarktbeleid draagt hieraan bij, evenals een actievare rol voor pensioenfondsen en andere institutionele beleggers bij de financiering van hypotheek.*

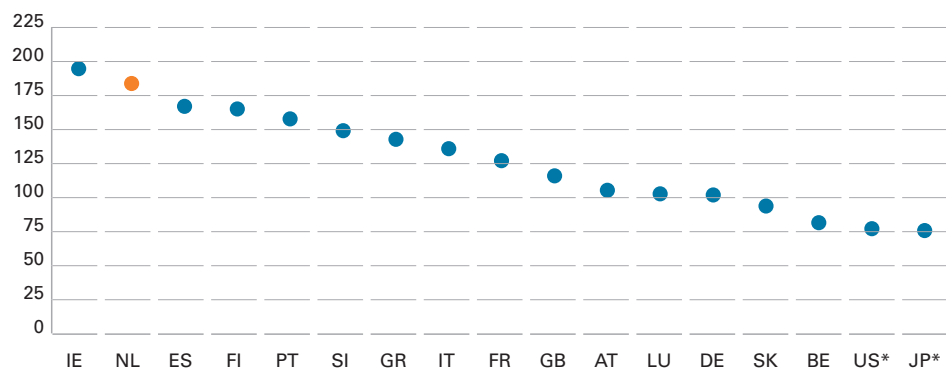
#### Ontwikkeling depositofinancieringsgat

Eind 2012 beheerden banken in Nederland EUR 545 miljard aan deposito's van huishoudens en bedrijven. Daar stond EUR 997 miljard krediet aan deze groepen tegenover. Het gedeelte van deze kredietverlening dat niet door deposito's wordt gedekt, staat bekend als het depositofinancieringsgat. Dit gat maakt Nederlandse banken afhankelijk van de internationale kapitaalmarkt.

Een gangbare maatstaf voor het depositofinancieringsgat is de Loan-to-Deposit (LtD) ratio. Deze maatstaf ligt voor Nederland hoog (grafiek 13). De LtD-ratio is gedefinieerd als de totale bancaire kredietverlening aan Nederlandse huishoudens en bedrijven, gedeeld door de van deze groepen aangetrokken deposito's. Hoe verder deze ratio boven 100 procent ligt, des te groter is het depositofinancieringsgat. Binnen het eurogebied kent alleen Ierland een hogere ratio. Opvallend is verder dat de LtD-ratio's in het eurogebied gemiddeld hoger liggen dan in de VS en Japan. Een verklaring hiervoor is de prominente rol van Europese banken bij de financiering van de reële economie. De markt voor niet-financiële bedrijfsobligaties en hypotheekobligaties is in vergelijking met de VS juist relatief bescheiden. Institutionele

#### Grafiek 13: Loan-to-Deposit ratio

In procenten van deposito's, per ultimo 2012.



\* cijfers betreffen ultimo 2011.

Bron: DNB, BIS en ECB.

beleggers zoals verzekeraars en pensioenfondsen financieren bedrijven en huishoudens in Europa daardoor veelal indirect, door de aankoop van bankobligaties.

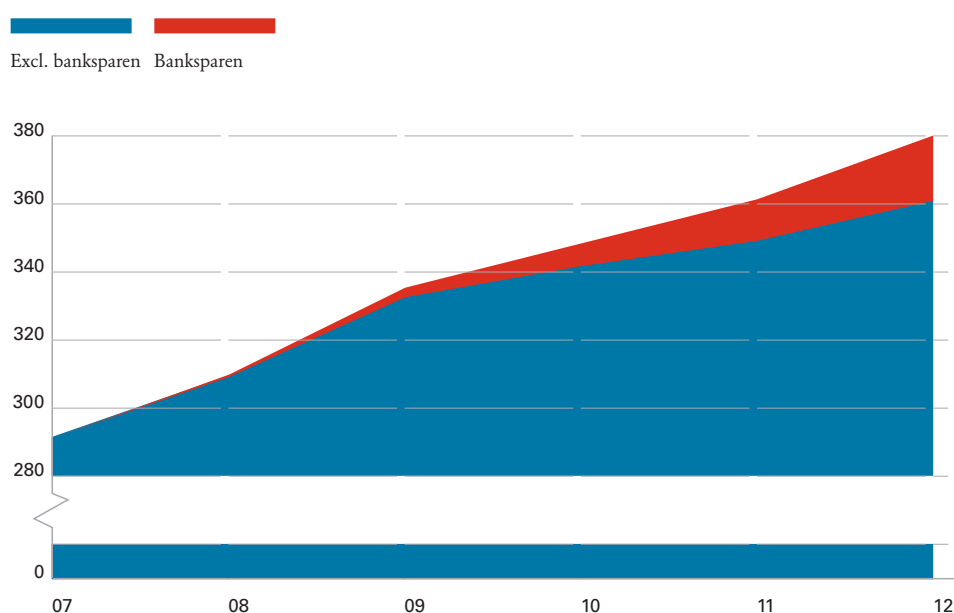
**De belangrijkste verklaring voor de hoge Nederlandse LtD-ratio is de grote Nederlandse hypotheekschuld.** De hypothecaire kredietverlening via Nederlandse banken bedraagt zo'n 90 procent van het bbp, het dubbele van het gemiddelde in het eurogebied. Nederlandse deposito's van huishoudens en bedrijven, consumptief krediet en bedrijfskredieten wijken in minder sterke mate af van het gemiddelde. In de tien jaar voorafgaand aan de kredietcrisis is de Nederlandse LtD-ratio gestegen van 161 procent tot 205 procent. Deze periode viel samen met een langdurige stijging van de Nederlandse huizenprijzen en hypotheekschuld.

**Sinds 2008 is de Nederlandse LtD-ratio gedaald van 205 procent naar 183 procent (grafiek 5 in hoofdstuk 1).** Ten eerste is deze daling het gevolg van de vertraagde kredietverlening door de neergaande conjunctuur, zwakke huizenmarkt en aanbodrestricties. Een tweede oorzaak is de gestage groei van deposito's van consumenten (grafiek 14). Deze wordt mede gedreven door de introductie van banksparen, waardoor banken sinds 2008 extra deposito's kunnen aantrekken op een markt die daarvoor voorbehouden was aan verzekeraars.

**De daling van de Nederlandse LtD-ratio is beperkt, zowel in historisch als internationaal perspectief.** Dit blijkt uit een vergelijking met verschillende historische bankencrisis in het buitenland, waarvan het grootste deel resulteerde in een scherpere daling (grafiek 15). Deze daling werd in de meeste gevallen veroorzaakt doordat de bankensector als gevolg van financieringsproblemen werd gedwongen haar leningenportefeuille in snel tempo af te bouwen. Doordat Nederlandse banken niet met sterk knellende financieringsproblemen te maken hebben gehad, is een schoksgewijze aanpassing voorkomen. De steun van de kredietwaardige Nederlandse overheid als solide achtervang heeft tijdens de kredietcrisis een rol gespeeld om het marktvertrouwen te bestendigen.

#### Grafiek 14: Deposito's van huishoudens

In EUR miljard, per jaar, 2007 t/m 2012.

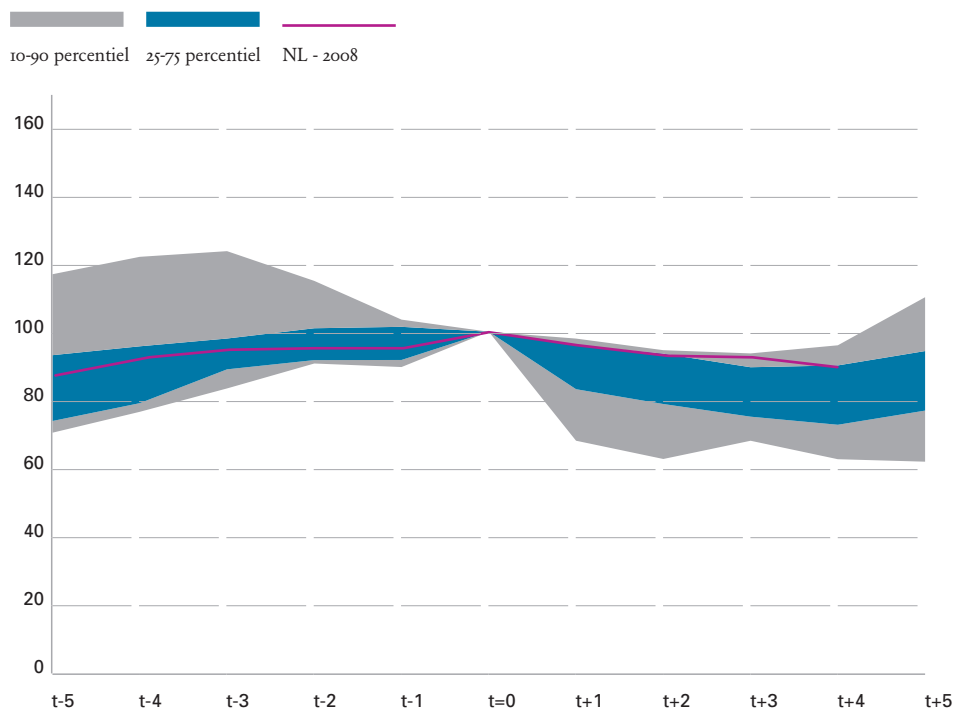


Bron: DNB.

### Grafiek 15: Ontwikkeling Loan-to-Deposit ratio

Uitstaande leningen in procenten van deposito's.

Index: jaar van start crisis = 100.



Crisis in sample zijn: Mexico 1994, Thailand 1997, VS 1988 en 2007, Nederland 1980 en 2008, Noorwegen 1991, Japan 1997, Ierland 2008, Zuid-Korea 1997, Spanje 2008, Turkije 2000 en IJsland 2008.  
Bron: Centrale banken en DNB.

### Risico's voor financiële stabiliteit

De nog steeds hoge LtD-ratio maakt Nederlandse banken extra kwetsbaar voor een scenario waarin marktvertrouwen wegvalt op internationale kapitaalmarkten. Huishoudens houden door de tijd een stabiel gedeelte van hun vrij beschikbare besparingen als deposito's bij banken aan. Daarnaast neemt het depositogarantiestelsel de prikkel weg om bij marktonrust spaargeld snel op te nemen. Dit maakt deposito's een relatief stabiele financieringsbron. Professionele beleggers worden niet door een dergelijke garantie beschermd. Daarnaast evalueren zij frequenter hun beleggingsstrategie en hebben zij meer alternatieve beleggingsmogelijkheden dan depositohouders, waardoor marktfinanciering op macroniveau sneller kan opdrogen. Marktfinanciering kent daardoor over het algemeen een groter herfinancieringsrisico dan depositofinanciering. De recente geschiedenis leert dat professionele beleggers eerder dan consumenten stoppen met het financieren van een instelling of groep instellingen wanneer twijfel bestaat over de kredietwaardigheid. De hieruit voortkomende herfinancieringsrisico's kunnen via vertrouwenskanalen de sector als geheel besmetten en zo een bedreiging vormen voor de financiële stabiliteit.

Bovendien bewegen door de hoge LtD-ratio de financieringskosten en kredietverlening sterker mee met de financiële cyclus. In tijden van marktonrust neemt de door beleggers gevraagde risico-opslag voor marktfinanciering toe en wordt deze volatieler. Dit gaat samen met toegenomen concurrentie om alternatieve financieringsvormen, zoals deposito's, en hogere rentevergoedingen daarvoor (grafiek 16). Daar komt bij dat beleggers en kredietbeoordelaars sinds de crisis kritischer kijken naar het niveau van de LtD-ratio. Deze factoren kunnen banken er toe aanzetten om

in tijden van marktonrust de kredietverlening te beperken en hogere leentarieven te vragen. Deze dynamiek is momenteel zichtbaar op de Nederlandse hypotheekmarkt.

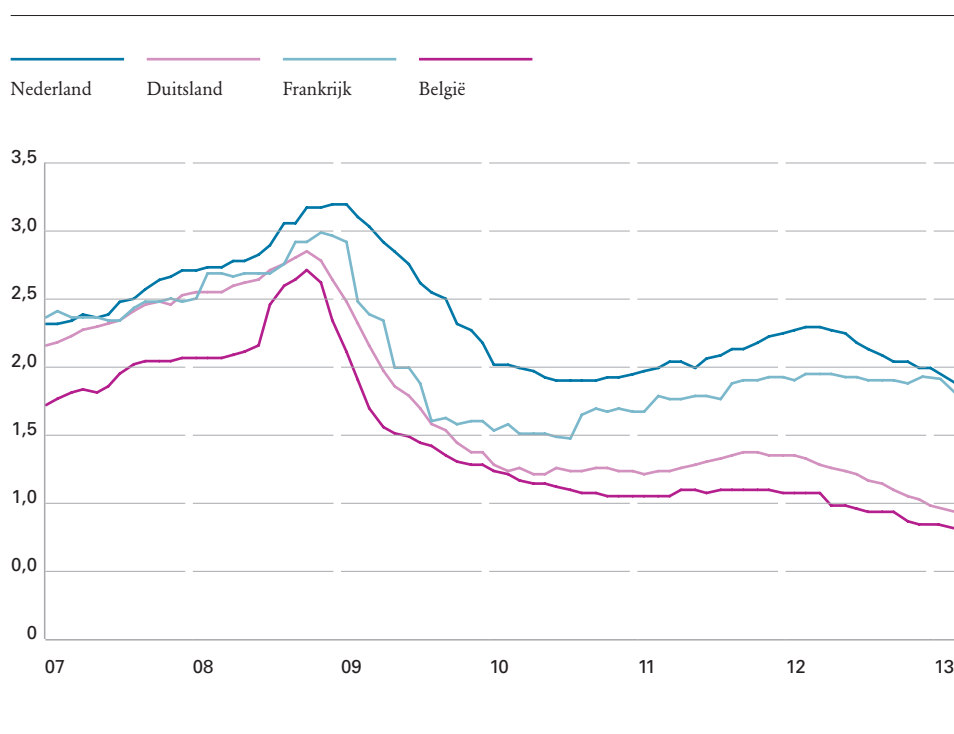
### Beleidsmaatregelen

Nederlandse banken blijven voorlopig afhankelijk van marktfinanciering. Dit vraagt om beleid om de daaraan verbonden kwetsbaarheden te verkleinen. Bij voortzetting van de recente ontwikkelingen daalt de LtD-ratio de komende jaren geleidelijk. Ook wanneer de groei voert van deposito's de komende jaren doorzet, blijft de afhankelijkheid van marktfinanciering voorlopig echter substantieel. Het mitigeren van risico's voor financiële stabiliteit vraagt dan ook om een combinatie van beleidsmaatregelen. Enerzijds zijn structurele maatregelen gewenst die bijdragen aan het verkleinen van de LtD-ratio op de lange termijn. Anderzijds zijn maatregelen van belang die tijdens de transitieperiode naar deze lagere ratio's de financierbaarheid van het depositofinancieringsgat borgen.

**Het recent ingevoerde huizenmarktbeleid werkt stabiliserend: het verkleint geleidelijk het depositofinancieringsgat en maakt het beter financierbaar.** De versoering van de hypotheekrenteaf trek vermindert geleidelijk de prikkel tot schuldfinanciering voor huishoudens. De combinatie van annuïtaire aflossing en een lagere maximale Loan to Value (LTV) ratio versterkt dit effect verder voor nieuwe hypotheek. Deze maatregelen remmen de groei van de hypotheekschuld geleidelijk af, en brengen de LtD-ratio geleidelijk naar een lager evenwicht. Daarnaast verbeteren de maatregelen het risicoprofiel van hypotheekleningen voor zowel banken als huishoudens. Dit kan het voor institutionele beleggers aantrekkelijker maken om Nederlandse banken te financieren of zelf hypotheek te verstrekken en vermindert zo risico's tijdens

### Grafiek 16: Rentetarief deposito's huishoudens, per land

In procenten, per maand, 01-2007 t/m 02-2013.



Betreft de volumegegewogen rentevergoeding op deposito's van huishoudens.  
Bron: ECB.



de transitiefase. Vanwege de stabiliserende werking op het Nederlandse financiële stelsel is het dan ook van belang dat het ingezette beleid gehandhaafd blijft.

**Een toenemende rol voor Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars op de hypotheekmarkt kan eveneens kwetsbaarheden verminderen.** Hypotheken zijn langlopende beleggingen met een veelal vaste rente, waardoor ze als belegging relatief geschikt zijn om langlopende verplichtingen mee af te dekken. Levensverzekeraars zijn op de Nederlandse markt voor hypotheken de afgelopen jaren al actiever geworden: hun hypotheekportefeuille is de afgelopen twee jaar met 28 procent gegroeid. Bij aankoop van indirecte beleggingen in hypotheken, zoals securitisaties van banken, verbetert de financierbaarheid van het depositofinancieringsgat. Wanneer zij deze hypotheken zelf verstrekken, draagt dit bij aan een snellere daling van de LtD-ratio van de bankensector. Ook pensioenfondsen zouden actiever kunnen worden op de hypotheekmarkt: het toezichtkader staat meer beleggingen in hypotheken niet in de weg. Voor zowel verzekeraars als pensioenfondsen geldt dat de aankoop of verstrekking van hypotheken vraagt om adequate kennis op het gebied van kredietrisicobeheersing.

**Verbeteringen in de structuur van Nederlandse securitisaties kunnen een bijdrage leveren aan de financierbaarheid van het depositofinancieringsgat.** Marktpartijen kunnen hiertoe een eerste stap zetten door Nederlandse securitisaties en de onderliggende hypotheekproducten te standaardiseren. Dit verbetert de transparantie en liquiditeit van Nederlandse securitisaties waardoor de investeringsbereidheid van met name buitenlandse beleggers toeneemt. Dit effect wordt verder versterkt wanneer de overheid risico's voor beleggers beter en explicieter zou afdekken. DNB volgt in dat verband met belangstelling de recent uitgebrachte verkenning van Van Dijkhuizen. De bijdrage van de hierin genoemde staatsgegarandeerde Nationale Hypotheek Obligaties aan de financiële stabiliteit is in beginsel positief. Belangrijke randvoorwaarden zijn dat wordt vastgehouden aan de eerder aangekondigde maatregelen om de woningmarkt structureel te verbeteren, risico's voor de overheid niet toenemen en er geen sprake is van beleggingsdwang voor pensioenfondsen. Daarnaast is van belang dat activabeklemmingsrisico's als gevolg van deze oplossingsrichting op termijn beheersbaar blijven (zie hoofdstuk 4).

## 4 Gedekte financiering en activabeklemming

*Gedekte financiering geeft beleggers extra bescherming en biedt banken de mogelijkheid financieringskosten te drukken. Bij gedekte financiering krijgen beleggers een preferente claim op het verstrekte onderpand ten opzichte van overige crediteuren. Deze beklemming van bepaalde activa vergroot risico's voor overige crediteuren, verwevenheid tussen instellingen en procycliciteit in het financiële stelsel. Met 14 procent van de balans is de activabeklemming in Nederland in internationaal perspectief laag, maar neemt toe. Transparantie richting beleggers gaat tegen dat activabeklemmingsrisico's in de toekomst toenemen, net als het beprijzen van activabeklemming in het depositogarantiestelsel.*

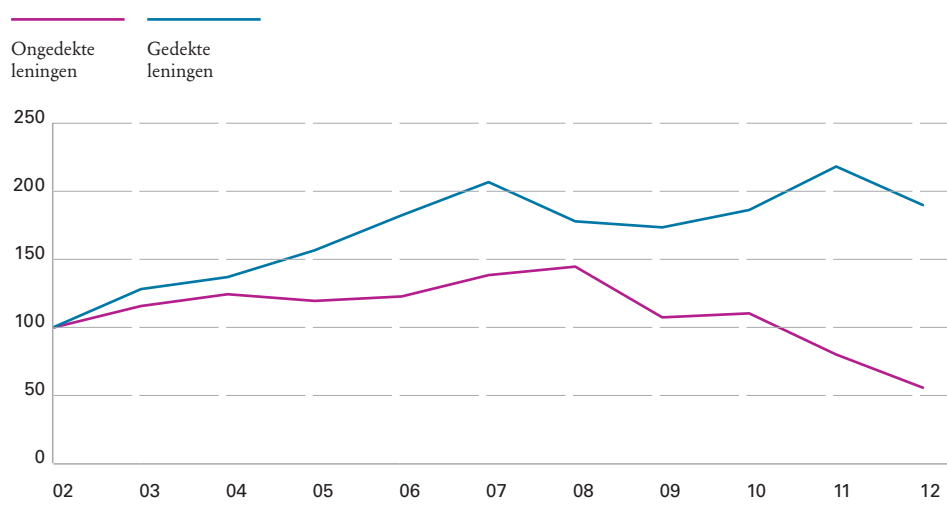
### Toenemend belang gedekte financiering

Sinds de crisis schatten beleggers risico's van bankobligaties hoger in. Hierdoor zijn financieringskosten voor banken opgelopen. Voor de crisis vroegen beleggers slechts een kleine risico-opslag voor reguliere (ongedekte) obligaties, waardoor de rente ervan nauwgezet de risicovrije rentevoet volgde. Het faillissement van Lehman Brothers in 2008 en de Europese schuldencrisis vanaf 2010 zorgden voor een forse toename van de financieringskosten van ongedekte schuld.

Gedekte financiering geeft beleggers extra bescherming en biedt banken daardoor de mogelijkheid kosten van nieuw uitgegeven financiering te drukken. Banken maken voor gedekte financiering gebruik van verschillende instrumenten, zoals gedekte obligaties en repo-contracten. Ook Nederlandse securitisaties zijn door de wijze waarop zij zijn gestructureerd veelal een vorm van gedekte financiering. Bij alle instrumenten krijgen beleggers activa tot hun beschikking ter dekking van de gegeven financiering. Door deze extra zekerheid vragen beleggers een lagere risi-

### Grafiek 17: Gemiddeld dagelijks volume in geldmarkt

Index: 2002 = 100, per jaar, 2002 t/m 2012.



Gebaseerd op steekproef van 105 Europese banken.  
Bron: ECB.

copremie. Daarnaast wordt de groep potentiële beleggers uitgebreid, bijvoorbeeld doordat sommige beleggers gebonden zijn aan mandaten die ongedekte (bank) financiering uitsluiten.

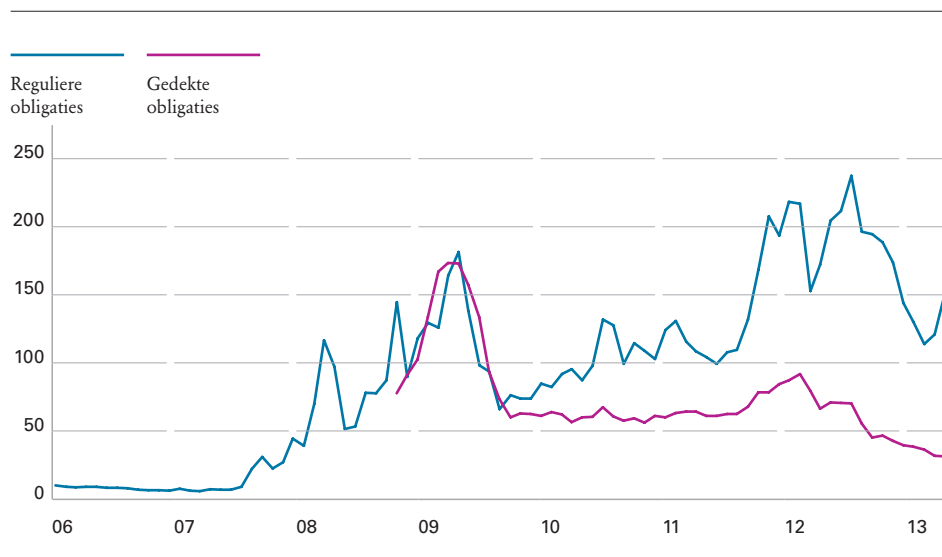
**De bescherming van beleggers in gedekte financieringsinstrumenten kan verder worden versterkt door overcollateralisatie en een relatief hoge kwaliteit van het onderpand.** Overcollateralisatie houdt in dat meer activa in onderpand worden gegeven dan de omvang van de financiering, waardoor een extra buffer ontstaat om verliezen voor beleggers te voorkomen. De invulling van overcollateralisatie verschilt per instrument. Zo is de gegeven financiering bij repo-contracten en gedekte obligaties lager dan de waarde van het onderpand. Bij reguliere securitisaties worden beleggers beschermd tegen verliezen doordat banken de meest risicovolle gedeeltes veelal zelf op de balans houden. Banken vergroten zekerheden voor beleggers verder doordat zij vaak hun meest hoogwaardige activa in onderpand geven.

**Door de relatief gunstige financieringskosten wint gedekte financiering voor banken sinds de crisis aan belang.** Deze tendens is zichtbaar in zowel kortlopende als langlopende financieringsvormen. Zo halveerde het handelsvolume van ongedekte interbancaire leningen in het afgelopen decennium, terwijl dit voor gedekte leningen verdubbelde (grafiek 17). Ook het uitgiftevolume van gedekte obligaties met een langere looptijd is toegenomen, al bestaan grote verschillen tussen bankensectoren in verschillende landen. Tegelijkertijd is het gebruik van securitisaties door banken sinds de crisis juist afgenomen.

**Met name het gebruik van gedekte obligaties neemt toe, vanwege de dubbele claim op zowel onderpand als bank.** De claim op de bank beschermt beleggers tegen afwaardering van het onderpand, doordat de bank verplicht is om de kwaliteit ervan gedurende de looptijd op peil te houden. Dit kan bijvoorbeeld door verlieslatend onderpand te vervangen. Daarnaast kennen gedekte obligaties een relatief hoge overcollateralisatie. Deze extra zekerheden hebben ertoe geleid dat het verschil in risicopremie met reguliere obligaties sinds de crisis is opgelopen en inmiddels één procentpunt bedraagt (grafiek 18). Banken die minder mogelijkheden hadden om

### Grafiek 18: Risicopremie marktfinanciering van Nederlandse banken

Risicopremie in basispunten boven swaptarief, 01-2006 t/m 04-2013.



Reguliere obligaties betreft de naar balanstotaal gewogen CDS-spread van de vier grootste Nederlandse banken. Bron: iBoxx en Thomson Datastream.

ongedekte obligaties uit te geven, hadden nog wel toegang tot de markt voor gedekte obligaties.

**Ook de toegenomen liquiditeitssteun door centrale banken, die standaard tegen onderpand plaatsvindt, draagt bij aan de opmars van gedekte financiering.** Met name het effect van de twee langetermijn herfinancieringsoperaties van de ECB is aanzienlijk. Tijdens deze operaties in 2011 en 2012 is in totaal ongeveer EUR 1.000 miljard aan financiering verstrekt. Inclusief de normale herfinancieringsoperaties, de marginale leningsfaciliteit en de buitenlandse valuta leningsfaciliteit hebben Europese banken tot eind juni 2012 in totaal bijna EUR 1.400 miljard aan verplichtingen tegenover het eurosysteem.

**Veranderingen in regelgeving, zoals op het gebied van *bail-in*, zullen de vraag naar gedekte financieringsinstrumenten naar verwachting verder versterken.** De voorstellen voor *bail-in* regelgeving voorzien erin dat rechten van obligatiehouders afgestempeld kunnen worden of geconverteerd naar aandelen wanneer een bank in ernstige problemen raakt. De rechten op het onderpand van gedekte obligatiehouders worden daarentegen niet aangetast. De aantrekkelijkheid van gedekte financiering neemt daardoor voor beleggers verder toe, zeker zolang nog geen helderheid bestaat over de precieze uitwerking van *bail-in* regelgeving. Andere aanpassingen in regelgeving maken gedekte obligaties extra interessant voor specifieke groepen beleggers. Gedekte obligaties zijn onder de nieuwe Bazelse liquiditeitsregelgeving aangemerkt als liquide activa. Dit geeft banken een prikkel om gedekte obligaties van andere banken aan te kopen om zo te voldoen aan de liquiditeitseisen. Ook is voor verzekeraars in het toekomstige toezichtraamwerk Solvency II een lagere kapitaal eis voorzien voor gedekte obligaties dan voor ongedekte obligaties met dezelfde kredietbeoordeling. Hoewel dit raamwerk pas over enkele jaren in werking treedt, sorteren verzekeraars hier in hun beleggingsbeleid al in enige mate op voor.

**Een toename van gedekte financiering kan door toenemende *activabeklemming* zelfversterkend werken en daarmee ongedekte marktfinanciering van de balans verdringen.** Een toename van *activabeklemming* – de hoeveelheid activa op de balans die als onderpand aan specifieke beleggers is toegewezen – leidt voor ongedekte financiers tot een hoger potentieel verlies in geval van faillissement. Als zij daar een hogere vergoeding voor vragen, neemt het kostenverschil tussen gedekte en ongedekte financiering verder toe. Dat zet banken ertoe aan nog meer op gedekte financiering te gaan leunen. In het uiterste geval dat alle marktfinanciering van een bank gedekt zou zijn, komt het toegenomen risico van *activabeklemming* volledig voor rekening van depositohouders of van het depositogarantiestelsel.

## Situatie in Nederland

**Ook Nederlandse banken maken in toenemende mate gebruik van gedekte financiering.** Voor de crisis was het gebruik van gedekte financieringsinstrumenten door Nederlandse banken relatief beperkt en betrof het vooral instrumenten met een korte looptijd. Sinds de crisis is het gebruik van gedekte financiering licht toegenomen, met name door uitgifte van langlopende gedekte obligaties. Het gebruik van ECB-financiering ligt voor Nederlandse banken ook na de crisis op een relatief laag niveau.

**Door Nederlandse banken gedekte obligaties kennen een hoge overcollateralisatie, waardoor uitgifte leidt tot een relatief grote *activabeklemming*.** Gedekte obligaties worden veelal uitgegeven met hypotheekleningen als onderpand. Het door beleggers en kredietbeoordelaars ingeschatte risicoprofiel en de afbetalingsstructuur van deze leningen zijn daarbij bepalend voor de benodigde overcollateralisatie. Voor Nederland ligt deze relatief hoog, met name omdat het aflossingsvrije karakter

van Nederlandse hypotheke leningen leidt tot een groot verschil tussen de looptijd van de financiering en de onderliggende activa. Daarnaast speelt de hoge LTV-ratio van Nederlandse hypotheke leningen een rol.

**Desalniettemin is de gemiddelde activabeklemming van Nederlandse grootbanken met 14 procent van de balans relatief laag ten opzichte van omliggende landen (grafiek 19).** Hierbij is ook de activabeklemming opgenomen uit hoofde van derivatencontracten, waarbij waardeschommelingen doorgaans met onderpand moeten worden afgedekt. Het percentage activabeklemming in Nederland ligt onder het Europees gemiddelde van 25 procent. Dit is mede een reflectie van het feit dat DNB per instelling prudentiële grenzen stelt aan de uitgifte van gedekte obligaties.

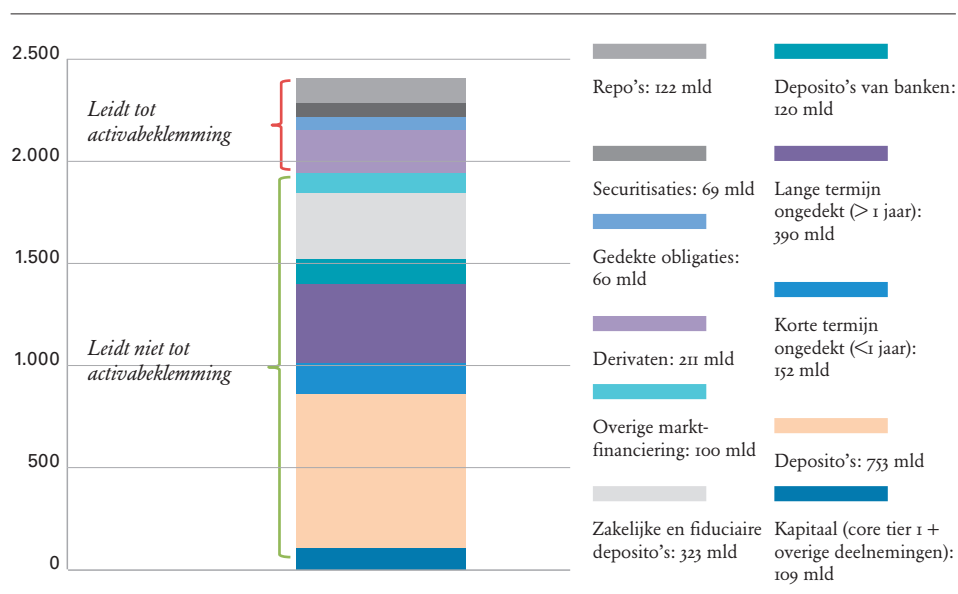
### Risico's van activabeklemming

**Gedekte financiering vergroot de vraag naar onderpand en vergroot zo de verwevenheid en complexiteit in het financiële stelsel.** De toenemende vraag naar onderpand vergroot de prikkel voor banken en andere beleggers om hierin te handelen en via innovatieve constructies additioneel onderpand te creëren. De toegenomen verwevenheid en complexiteit die hiervan het gevolg is, maakt het financiële stelsel ondoorzichtiger en gevoeliger voor systeemwide schokken.

**De verwevenheid tussen banken neemt bovendien verder toe doordat gedekte financiering risico's afwentelt op het depositogarantiestelsel (DGS).** Het DGS bevordert financiële stabiliteit, doordat het depositohouders tot EUR 100.000 beschermt en daardoor de kans op een bank run sterk verkleint. Als het DGS moet uitkeren, worden de vergoedingen aan spaarders omgeslagen naar andere banken. Bij faillissement van een bank met een sterk bekleemde balans zullen meer verliezen ten laste komen van het DGS. Via de omslag van de DGS-kosten zullen deze verliezen vervolgens voor rekening van de overige banken komen. Zo treedt besmetting binnen het bankwezen op en kan de financiële stabiliteit in het geding komen. Dit kan ook betekenen dat de overheid als ultieme achtervang moet fungeren voor ontstane risico's.

### Grafiek 19: Financiering Nederlandse bankensector

Naar hoofdposten in EUR miljard, juni 2012.



Bron: DNB.

**Bijstortverplichtingen voor het onderpand van gedekte financiering maken activabeklemming procyclisch.** Als in slechte tijden de kwaliteit van de activa op de bankbalans onder druk staat, neemt de kwaliteit van de onderpandportefeuille af. Dit kan leiden tot de noodzaak extra onderpand te beklemmen, wanneer banken de verplichting hebben tijdens de looptijd de kwaliteit van het onderpand op peil te houden. Deze extra beklemming kan in een ongunstige bedrijfsomgeving onrust bij ongedekte financiers veroorzaken of zelfs leiden tot een uitputting van de hoeveelheid activa die als onderpand gebruikt kan worden. Bij faillissement zullen gedekte financiers hun onderpandpool in hoog tempo willen uitwinnen. Dit kan tot druk leiden om het onderpand tegen ongunstige prijzen te verkopen, zeker wanneer de aanwezige overcollateralisatie het voor obligatiehouders mogelijk maakt dit te doen zonder zelf verliezen te dragen. Dit kan marktprijzen verder verlagen op een moment waarop deze door de ongunstige omgeving al onder druk staan.

**Ten slotte kan de verdringing van ongedekte obligatiehouders zorgen voor minder monitoring van banken door beleggers.** Gedekte obligatiehouders hebben immers een minder sterke prikkel om de activiteiten van de bank kritisch te monitoren dan ongedekte financiers, omdat ze bij een faillissement onderpand hebben om als zekerheid op terug te vallen.

### Beleidsmaatregelen

**Risico's van activabeklemming kunnen worden verminderd als banken hun financiers voldoende informatie over beklemming verstrekken.** Wanneer banken frequent rapporteren welk gedeelte van de bankbalans is beklemd kunnen ongedekte financiers een betere risicoafweging maken. Dit vergroot de prikkel voor banken om activabeklemming laag te houden. Frequente informatieverstrekking verkleint de kans dat beleggers voor verrassingen komen te staan. Zo kan een schoksgewijze stijging van risicopremies of financieringsrisico's worden voorkomen. De internationale aandacht voor de risico's van activabeklemming in het banktoezicht nemen ook toe. Een recente aanbeveling van de Europese systeemrisicoraad (ESRB) wijst in dit kader op de noodzaak van adequate toezichtprocessen en afdoende transparantie. DNB stelt per instelling reeds prudentiële grenzen aan de uitgifte van gedekte obligaties.

**Afwenteling van risico's op het depositogarantiestelsel kan worden tegengegaan door deze in de premies van het nieuw in te voeren ex-ante stelsel te beprijzen.** In het toekomstige ex-ante depositofinancieringsstelsel, dat naar verwachting in 2015 zal worden ingevoerd, betalen banken een risicogebaseerde premie. Door de hoogte van deze premie mede afhankelijk te maken van de mate van activabeklemming, wordt tegengegaan dat een bank zijn financieringskosten kan verlagen door afwenteling van risico's op het DGS. DNB werkt hiertoe een voorstel uit.

**Ten slotte helpt het ingezette beleid op de huizenmarkt om de benodigde overcollateralisatie in de toekomst te verminderen.** De introductie van annuïtaire aflossing versnelt het tempo waarin leningen tijdens de looptijd worden afgelost, waardoor het looptijdverschil tussen de financiering en hypotheek afneemt. Daarnaast zullen LTV-ratio's op nieuwe Nederlandse hypotheek de komende jaren dalen door de geleidelijke invoering van een plafond van 100 procent. Deze beide factoren dragen in de toekomst bij aan een verlaging van het vereiste niveau van overcollateralisatie en beperken zo activabeklemming.

## Afkortingen landen

AT	Oostenrijk
AU	Australië
BE	België
CH	Zwitserland
DE	Duitsland
DK	Denemarken
ES	Spanje
FI	Finland
FR	Frankrijk
GB	Verenigd Koninkrijk
GR	Griekenland
IE	Ierland
IT	Italië
JP	Japan
LU	Luxemburg
NL	Nederland
NO	Noorwegen
PT	Portugal
SE	Zweden
US	Verenigde Staten

