



Risicorapportage Financiële markten 2019

De kans op correcties op de financiële markten neemt toe, onder meer door politieke onzekerheid.

Er blijven zorgen over de Brexit, de Italiaanse economie en begroting, en de Amerikaanse handelsoorlog.

Financiële risico's wereldwijd krijgen de kans zich verder op te bouwen door laagblijvende rentes. In Nederland zijn vooral pensioenfondsen en verzekeraars kwetsbaar en neemt de blootstelling aan een plotse omslag op de huizenmarkt toe.

Wereldwijd blijven de schulden voor consumenten en bedrijven hoog.

De kwaliteit van bedrijfsschuld neemt af en verpakte schulden zijn populair.

90%
van de eurorentederivaten wordt door één Londense CCP afgewikkeld. Op Europees niveau kan meer worden gedaan om systeemrisico's van CCP's te beperken.

Het nut van een depositobank die geen krediet verstrekt, is binnen de huidige regelgeving beperkt.

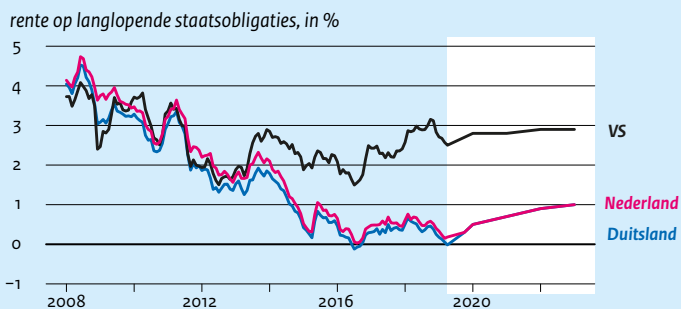
CPB RRFM

Karen van der Wiel, Bram Hendriks,
Beau Soederhuizen, Fien van Solinge,
Benedikt Vogt en Lu Zhang

Belangrijkste financiële risico's

Lage rentes

Korte- en langetermijnrentes in de eurozone blijven laag. Financiële risico's in Nederland en in het buitenland krijgen de kans zich verder op te bouwen



Toekomstige correctie op wereldwijde financiële markten kan een relatief grote negatieve impact hebben



Wereldwijd blijven schulden voor bedrijven en consumenten hoog. De kwaliteit van bedrijfs-schulden en -obligaties is achteruitgegaan



In Nederland zijn vooral verzekeraars en pensioenfondsen kwetsbaar. Rendementen op hun beleggingen blijven achter



Huizenmarkt en commercieel vastgoed zijn relatief aantrekkelijk in Nederland; blootstelling aan toekomstige marktfluctuaties groeit



© Centraal Planbureau, Den Haag 2019

SPECIAL TOPIC

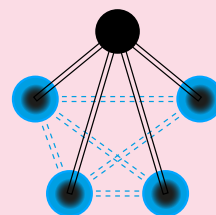
CCP's

Centrale tegenpartijen (central counterparties ofwel CCP's) verminderen de onderlinge afhankelijkheid tussen financiële instellingen

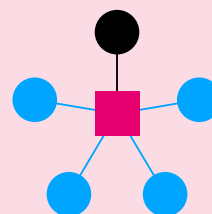
Zo wordt het risico op een domino-effect als een partij omvalt kleiner

- gezonde partij
- gestresste partij
- CCP

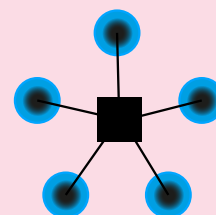
systeem zonder CCP



systeem met CCP



Als een CCP echter zelf omvalt, is de kans groot dat er alsnog een domino-effect ontstaat



Er kan op Europees niveau meer gedaan te worden om de systeemrisico's van CCP's in te perken → pagina 25

SPECIAL TOPIC

Depositobank

De toegevoegde waarde van een depositobank, een relatief veilige bank die niet of nauwelijks activiteiten verricht met de aangetrokken spaargelden, is met de huidige regelgeving relatief beperkt → pagina 38



Banken

Een consolidatieslag in de Europese bankensector vormt een stabiliteitsrisico. Nog grotere banken kunnen too-big-to-save en too-big-to-manage worden

Politiek

Toenemende onzekerheid op markten door politieke kwesties



Financiële stabiliteit Italië



Onduidelijkheid over de Brexit



Handelsoorlog Verenigde Staten

Hoofdboodschappen 2019

Hoofdboodschappen 'Algemeen risicobeeld'

De komende vier jaar blijven korte- en langetermijnrentes in de eurozone laag, mede door lagere groeiverwachtingen. Dit betekent dat financiële risico's, zowel in Nederland als in het buitenland, de kans krijgen zich verder op te bouwen. Een eventuele toekomstige correctie op de wereldwijde financiële markten kan hierdoor een relatief grote negatieve impact hebben. Daarbij is er in de eurozone - indien risico's zich manifesteren - relatief weinig speelruimte vanuit monetair beleid.

In Nederland zijn vooral verzekeraars en pensioenfondsen kwetsbaar voor de lage rente. De kans dat een verzekeraar hierdoor niet meer aan zijn toekomstige verplichtingen kan voldoen, is daar aanwezig waar garanties zijn afgegeven over de hoogte van uitkeringen. Gelukkig is sinds begin dit jaar het Nederlandse herstel- en afwikkelingsraamwerk voor verzekeraars wettelijk geregeld. Hierdoor is er meer duidelijkheid over en zijn er betere mogelijkheden om met dreigende insolvable posities om te gaan. Pensioenfondsen raken in tegenstelling tot verzekeraars zelf niet snel in de financiële stabiliteitsproblemen, omdat zij de verplichting hebben om de rechten van deelnemers tussentijds aan te passen. Zoals het er nu naar uitziet, zullen een aantal pensioenfondsen de uitkeringen dan ook in 2020 of 2021 gaan korten. Dit heeft uiteraard negatieve gevolgen voor de bestedingsmogelijkheden van pensioengerechtigden en kan zo ook doorwerken op de reële economie en het maatschappelijk welbevinden.

Zolang de rente laag is, blijft participatie in de Nederlandse huizenmarkt of op de markt voor commercieel vastgoed relatief aantrekkelijk. Prijzen blijven naar verwachting op een hoog niveau, ook omdat het aanbod laag is en naar verwachting de komende tijd niet sterk zal groeien. Het aandeel particuliere verhuurders groeit bovendien in Nederland gestaag. Dit is goed nieuws voor het aanbod van huurwoningen binnen de vrije sector, maar kan de huizenprijzen verder opdrijven. De totale groei van de hypothecaire leenmarkt valt op dit moment in Nederland nog mee. Het risico van een toekomstige terugval op de huizenmarkt concentreert zich vooral bij kwetsbare huishoudens met hoge schuldratio's.

In Europa blijven vooral de financiële stabiliteitsrisico's in Italië hoog. Aan de ene kant gaat het de goede kant op met problemleningen op de Italiaanse bankbalansen, aan de andere kant blijven deze banken innig met de Italiaanse overheid verbonden, wat slecht is voor de financiële stabiliteit. Verder loopt de Italiaanse overheidsschuld verder op en is het groeivermogen van de Italiaanse economie laag. Daarnaast zorgt de Brexit nog steeds voor onzekerheid op de Europese financiële markten. Ook wordt er weinig concrete voortgang geboekt wat de banken- en kapitaalmarktunie betreft.

Een consolidatieslag in de Europese bankensector vormt een groot risico, maar levert mogelijk ook (kleine) baten op. Nog grotere banken kunnen wellicht *too-big-to-save* worden. Bovendien is een nadeel daarvan dat te grote banken een prikkel hebben om meer risico's te nemen dan banken die zich zonder impliciete garanties van de overheid op de markt begeven. Wellicht kan schaalvergroting nog tot efficiëntievoordelen leiden, maar dit is geen zekerheid: in gefragmenteerde nationale markten lijkt de kans hierop groter dan op pan-Europees niveau.

Wereldwijd blijven de schulden voor bedrijven en consumenten hoog. De kwaliteit van bedrijfsschulden en bedrijfsobligaties is daarbij achteruitgegaan, de markt voor verpakte bedrijfsleningen is gegroeid en de kans op herwaarderingen op deze markt wordt als relatief hoog ingeschat. Een herprijzing kan zichzelf versterken als veel institutionele investeerders snel hun portfolio's aanpassen.

Een verdere escalatie van de handelsoorlog of een sneller dan verwachte mondiale groeivertraging kan een afname in marktsentiment tot gevolg hebben en daarmee tot herprijzingen van financiële activa kunnen leiden. Ook een *no deal* Brexit zou een abrupte afname in marktsentiment tot gevolg kunnen hebben en daarmee een correctie op financiële markten kunnen uitlokken. Een dergelijke correctie raakt vervolgens zowel Nederlandse banken, verzekeraars als pensioenfondsen. Dat kan vervolgens negatief uitwerken op huishoudens en bedrijven, vooral als deze hoge schuld niveaus hebben.

Vanuit de financiële sector zelf komen daarnaast een aantal operationele en integriteitsrisico's naar voren. Als de sector niet in staat is om de permanente risico's van witwassen en cyberaanvallen het hoofd te bieden, kan dat consequenties hebben voor de reële economie. In een extreem scenario kan zelfs de financiële stabiliteit in gevaar komen.

De huidige krimp in bankleningen aan Nederlandse bedrijven vormt ten slotte een risico voor de economische groei. Stimuleringsprogramma's van de ECB als TLTRO II lijken in Nederland geen groot effect te hebben gehad op bedrijfsleningen, al is niet met zekerheid vast te stellen wat er zonder deze programma's was gebeurd. Als economische omstandigheden verslechteren, bestaat de kans dat het Nederlandse bedrijfsleven, en met name het mkb, tegen extra leenrestricties aan zal lopen, al zal dan ook het aantal financieel terechte afwijzingen toenemen.

Hoofdboodschappen 'Centrale Tegenpartijen (CCP's)'

Centrale tegenpartijen (central counter parties, ofwel CCP's) zijn weliswaar bij het grote publiek onbekend, maar zij zijn om twee redenen wel heel systeemrelevant. 1) Het gaat om grote instellingen die een belangrijk deel van de wereldwijde effecten- en derivatentransacties afhandelen. De CCP-markt is zeer geconcentreerd: vijf CCP's, waarvan twee in Londen, zijn verantwoordelijk voor circa 99% van het wereldwijde *clearing* volume in gestandaardiseerde onderhandse derivaten. 2) Verder verbinden CCP's allerlei markten aan elkaar: financiële instellingen maken vaak gebruik van meerdere CCP's en zij zijn naast klant vaak ook de aandeelhouders van en dienstverleners aan die CCP's. Deze systeemrelevantie is in de afgelopen tien jaar vergroot door de verplichting aan banken en verzekeraars om gebruik te maken van CCP's bij de onderhandse handel in gestandaardiseerde derivaten.

Er kan op Europees niveau meer gedaan worden om de systeemrisico's van CCP's in te perken. Bij faillissement van een CCP of bij betalingsproblemen bij een van de leden kunnen grote problemen ontstaan voor de financiële stabiliteit. Er is nog ruimte voor verbetering in de huidige Europese regelgeving. Het is in elk geval verstandig om het toezicht op Europees niveau te organiseren en een herstel- en afwikkelingsplan van CCP's op te stellen.

Hoofdboodschappen 'Een depositobank'

Een depositobank is een bank die spaartegoeden van consumenten direct bij de centrale bank stalt en tevens een betaalfunctie aanbiedt. Op dit moment bestaat dit soort bank in Nederland niet. Diverse partijen zijn hier wel voorstander van, met als doel om consumenten een veilig alternatief te bieden voor de bestaande banken. Andere doelen van de depositobank zijn het creëren van meer diversiteit in de bankensector en het remmen van de kredietgroei.

Binnen het huidige depositogarantiestelsel (DGS) is sparen en betalen voor consumenten veilig, daaraan voegt een depositobank weinig toe. In het niet waarschijnlijke scenario dat deze expliciete bescherming aan banken en klanten van het DGS wordt afgebouwd, is er wellicht een grotere toegevoegde waarde van een depositobank. Een depositobank kan ook in publieke vorm worden opgericht, maar daarvoor zijn een nadere analyse en een politieke wegging van voor- en nadelen nodig.

Inleiding

Op verzoek van de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel schrijft het Centraal Planbureau sinds 2012 jaarlijks een risicorapportage financiële markten. Het doel is het informeren van het parlement over de belangrijkste risico's voor de stabiliteit van het financiële stelsel en vanuit het financiële stelsel voor de reële economie. Wij richten ons hierbij op risico's die zich de komende vijf jaar kunnen voordoen en focussen op de gevolgen voor Nederland.

In het eerste hoofdstuk, komen de belangrijkste risico's voor de stabiliteit van het financiële stelsel en risico's vanuit het financiële stelsel voor de reële economie aan bod die zich de komende vijf jaar kunnen manifesteren. De risico's zijn in vier types opgedeeld: binnenlandse financiële risico's, buitenlandse financiële risico's rondom schulden, externe risico's voor de financiële sector waaronder politieke en klimaatrisico's en risico's vanuit de financiële sector zelf.

Daarnaast bevat deze risicorapportage twee speciale hoofdstukken over financiële onderwerpen die wij in 2019 belangrijk achten om onder de aandacht te brengen. We behandelen de systeemrisico's van centrale tegenpartijen (CCP's) - grote systeemrelevante instellingen die risico's afdekken bij effecten- en derivatentransacties tussen banken. Tot slot analyseren we de voor- en nadelen van een depositobank - een relatief veilige bank die niet of nauwelijks activiteiten verricht met de aangetrokken spaargelden.

1 Algemeen risicobeeld

1.1 Vooruitblik

Het jaar 2019 kenmerkt zich door een groeivertraging in de eurozone, waarbij Italië momenteel de laagste groeicijfers laat zien.¹ Ook in de VS, China en verschillende opkomende landen wordt minder economische groei verwacht dan in de afgelopen jaren. Dit tegen de achtergrond van een relatief beperkte speelruimte van centrale banken en overheden wereldwijd om, indien nodig, monetaire en fiscale stimuleringsmaatregelen te nemen.

Zowel de korte- als langetermijnmarktrenten in de eurozone zijn historisch laag en zullen dat de komende tijd ook blijven (zie figuur 1.1). In de VS is dat beeld anders: de rente op 10-jarige overheidsobligaties ligt daar momenteel op 2,4%. De belangrijkste redenen voor de structureel lage lange rente in Europa zijn de afname van de (verwachte) inflatie, de afname van de potentiële groei en veranderingen in de leeftijdsopbouw van de bevolking.² Bovendien is het wel mogelijk dat de langdurige periode van accommoderend monetair beleid momenteel bijdraagt aan een lagere langetermijnrente, al is er een wetenschappelijk debat gaande over de mate waarin.³ De verwachtingen van een langdurige lage-renteomgeving in de eurozone worden daarnaast gedreven door de afkoelende economische ontwikkelingen

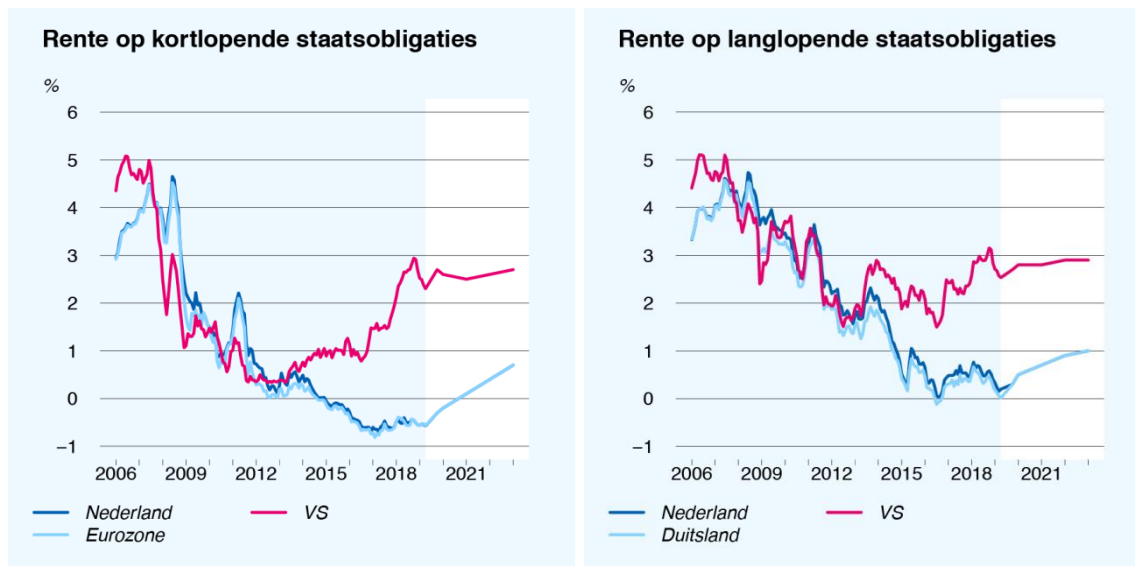
¹ Zie dit document van de Europese Commissie ([link](#)).

² Ona Ciocytte, Sander Muns, en Marcel Lever, Determinants of long interest rates, CPB Achtergronddocument, 2016.

³ Zie o.a. Andrei Dubovik en Machiel van Dijk, Effects of Unconventional Monetary Policy on European Corporate Credit, CPB Discussion Paper, 2018. Adam Elbourne en Kan Ji, Do SVARs identify unconventional monetary policy shocks?, CPB Discussion Paper, 2019 ([link](#)). Roland Beck, Ioana Duck, en Livio Stracca, Medium term treatment and side effects of quantitative easing: international evidence, ECB Working Paper, januari 2019 ([link](#)).

die zich vertalen in gematigde inflatieverwachtingen. Bovendien heeft ook de ECB gecommuniceerd dat de ECB-beleidsrente in ieder geval in 2019 op nul blijft staan.

Figuur 1.1 Rentes in Nederland en Europa nog historisch laag



Bron: Datastream en *Centraal Economisch Plan 2019* (projecties korte termijn voor eurozone en lange termijn alleen voor Duitsland).

De economieën binnen de eurozone verschillen nog steeds van elkaar.⁴ Dat geldt niet alleen voor wat economische groei betreft, maar ook in termen van ontwikkelingen op de kapitaal- en geldmarkten. De rentespread op staatsobligaties tussen Duitsland en Italië bedraagt op dit moment rond de 270 basispunten (zie figuur 1.2). Vooral de toegenomen economische onzekerheid in Italië liet de rentespreads eind vorig jaar weer oplopen tot 308 basispunten. De rentespread tussen Duitse en Griekse staatsobligaties is met 350 basispunten nog steeds hoog, maar ongeveer op het laagste punt sinds het uitbreken van de eurocrisis. Dat lijkt gedreven door het gestegen vertrouwen in de werkingskracht van de Griekse hervormingen.⁵ Europese overheden verschillen ook nog flink wat hun staatschuld betreft (figuur 1.2, rechts).⁶

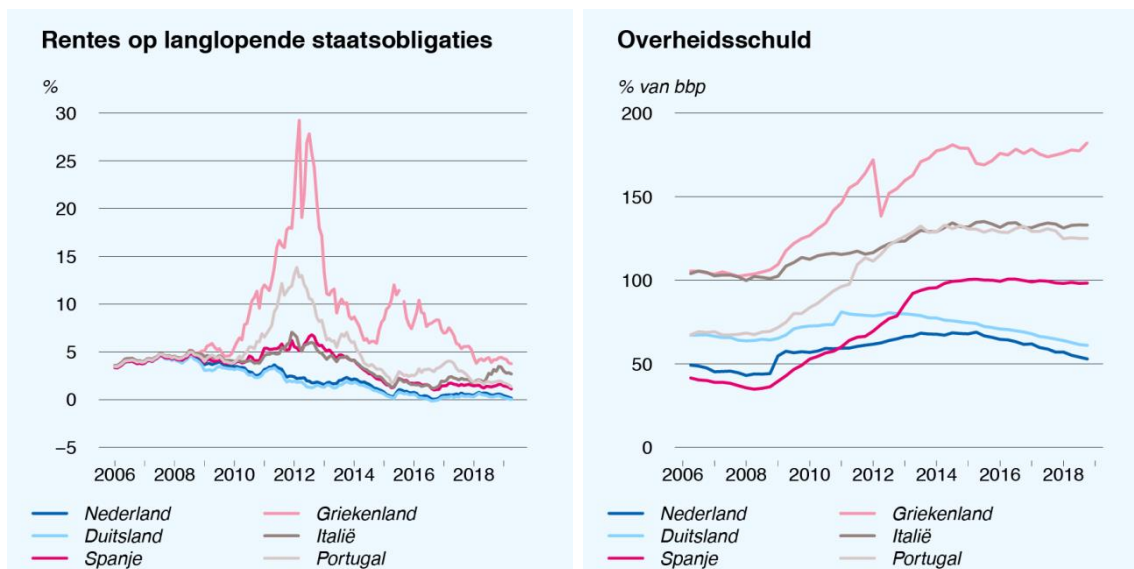
Ook de Nederlandse economie verliest in 2019 momentum en keert daarmee terug naar een normaal groeipercentage. De Nederlandse staatsschuld laat samen met die van Duitsland echter wel een aanzienlijke afname zien in het afgelopen jaar. De rente die wordt betaald op Nederlandse 10-jarige staatsobligaties ligt ook dicht tegen de Duitse rente aan, al bestaat er nog wel een spread van 0,2%.

⁴ IMF Country Report No. 18/223 (IMF, 19 juli 2018 ([link](#))). Een recent verschenen Policy Brief bediscussieert beleidsopties voor het dempen van landspecifieke schokken binnen Europa ([link](#)).

⁵ IMF Country Report No. 19/73 (IMF), geraadpleegd 15 mei 2019 ([link](#)).

⁶ IMF Country Report No. 18/223 ([link](#)).

Figuur 1.2 Verschillen in rente op staatsobligaties in de eurozone (links) gepaard met persistente verschillen in overheidsschuldniveaus (rechts)



Bron: Datastream en ECB.

1.2 Binnenlandse financiële risico's

1.2.1 Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen kwetsbaar voor lage rente

Vooraf Nederlandse levensverzekeraars blijven kwetsbaar voor de historisch lage rente. In 2018 lagen de solvabiliteitsratio's (SKR) in het overgrote deel van de verzekeringsbranche weliswaar ruim boven het wettelijk minimum van 100%, maar dit betekent niet dat verzekeraars uit de brand zijn. Daar waar garanties zijn afgegeven over de hoogte van uitkeringen of anderszins te leveren prestaties, blijft er druk op de solvabiliteitsratio's als de toekomstige verplichtingen voor een langere tijd tegen een lage rente moeten worden verdisconteerd.⁷

Uit de EIOPA stresstest 2018 bleek dat de gemiddelde solvabiliteit van Europese levensverzekeraars daalt als de rente lang laag blijft. De stresstest bevatte een reëel scenario waarin de rente langdurig laag zou blijven en tegelijkertijd de levensverwachting zou stijgen. In dit scenario verslechterde de gemiddelde solvabiliteit van de Europese levensverzekeraars. De bezittingen daalden sneller in waarde dan de uitzettingen in waarde toenamen. Het hogere rendement op de vastrentende activa was blijkbaar niet voldoende om verliezen op aandelenbeurzen in dit scenario te compenseren. Omdat de Nederlandse verzekeraars die meededen (Achmea, Aegon en Nationale Nederlanden) ervoor gekozen hebben om de individuele resultaten niet te publiceren, weten we helaas niet per verzekeraar hoeveel. Overigens publiceerde de meerderheid van Europese verzekeraars niet: Alleen twee Deense, een Oostenrijkse en een Spaanse verzekeraar lieten individuele resultaten zien.⁸ Ook is onbekend wat het effect van louter een langdurig lage-renteomgeving zal zijn, los van een hogere levensverwachting.

⁷ Dirk Broeders, Frank de Jong, en Peter Schotman, Interest rate models for pension and insurance regulation, Netspar Industry Series, 2016 ([link](#)).

⁸ Het ging om Vienna Insurance Group AG Wiener Versicherung Gruppe, PFA_PENSION, Forsikringselskabet Danica, skadeaktieforsikringselskab en MAPFRE S.A.

Digitalisering verzekeringen

De verzekeringssector verandert onder invloed van digitalisering. Deels vinden digitale toepassingen al plaats en deels (nog) niet vanwege juridische, maatschappelijke of technologische barrières. Verzekeraars maken al actief gebruik van social media, hebben een op artificiële intelligentie (AI) gebaseerde klantenservice of gebruiken big data bij premiestelling. Sommige verzekeraars experimenteren met preventiepolissen door bijvoorbeeld gebruik te maken van sensoren in auto's. Zo ontstaat meer inzicht in risico's. Afhankelijk van wie deze informatie krijgt, de verzekerde of de verzekeraar, kan dit implicaties hebben voor het gedrag van de verzekeringnemer, de premiestelling of acceptatie en uiteindelijk de verzekeringsmarkt zelf.

Het effect van digitalisering is onzeker. Verzekeraars kunnen door het gebruik van meer data preciezer risico's schatten en gedrag monitoren, met als gevolg dat hun informatieachterstand op de verzekerde afneemt. Daarnaast kunnen premies dalen als schaalvoordelen van gedigitaliseerde interne processen worden doorgegeven aan de klant. Prijsvergelijkingswebsites kunnen tot premiedruk leiden.

Dit roept wel vragen op over publieke belangen als prijsdiscriminatie, solidariteit en privacy. Zo kan bijvoorbeeld een betere risico-inschatting, of meer zelfselectie, tot (te) hoge premies leiden voor sommige risicovolle klanten. Digitalisering verkleint dan de onderlinge solidariteit en kan de markt uiteindelijk zelfs doen opdrogen. Een andere vraag is hoe het recht op privacy samengaat met technologische mogelijkheden voor monitoring en preventie van ongewenst gedrag. Betalen 'sensorweigeraars' een hogere premie en wordt privacy ontoegankelijk voor lagere inkomens? Een derde publiek belang draait om de vraag hoe verzekeraars verantwoording afleggen. Is de acceptatie van nieuwe verzekeringnemers of het honoreren van claims, nog wel uitlegbaar en controleerbaar als zij in toenemende mate gebaseerd zijn op algoritmen? Hoe wordt het belang van de consument dan geborgd? Hoe de maatschappij omgaat met deze vragen over solidariteit, privacy en verantwoordelijkheid, zal deels afhangen van het type verzekering.

Onzekerheden over de technologische mogelijkheden, de maatschappelijke acceptatie en regulering zijn belangrijk om te betrekken in het debat. De eerste twee onzekerheden gaan over de markt: welke digitale toepassingen ontstaan en worden door verzekeringnemers geaccepteerd? Als nieuwe technologie slechts mondjesmaat toegepast kan worden, zal de digitalisering van de verzekeringssector beperkt blijven, bijvoorbeeld tot automatisering van de backofficeprocessen. Als nieuwe technologieën door de markt worden omarmd, biedt dat veel economische waarde maar ook de genoemde risico's zoals afname van solidariteit. Een aangekondigd onderzoek van de AFM en het Verbond van Verzekeraars naar solidariteit en digitalisering kan helpen om onzekerheid hierover te verminderen. De tweede onzekerheid gaat over regulering: hoe strikt wordt het toezichtskader voor de verzekeringssector? Welke informatie mogen verzekeraars bijvoorbeeld verzamelen of kopen? Wordt de verzekeringsplicht uitgebreid of wordt premiedifferentiatie beperkt? In een omgeving met weinig regulering zijn er kansen voor tech-bedrijven. Als regulering relatief strikt is, biedt dat bescherming voor huidige verzekeraars.

Pensioenfondsen zijn ook kwetsbaar voor lage langetermijnrentes, maar zij brengen niet direct de financiële stabiliteit in gevaar. De beleidsdekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen ademt met de financiële markten mee en was in april 2019 gemiddeld 105%.⁹ Eind vorig jaar hadden pensioenfondsen naast de lage rente ook last van de zwak presterende aandelenbeurzen. Een verschil met verzekeraars is dat pensioenfondsen de indexering kunnen aanpassen en zelfs de uitkeringen kunnen (en onder het huidige systeem ook moeten) korten. Dit voorkomt weliswaar problemen met de financiële stabiliteit, maar kortingen raken de deelnemers direct in de portemonnee en de onzekerheid rond indexeren en korten ondermijnt het vertrouwen in het Nederlandse stelsel. De reële economie ervaart hiervan ook de negatieve consequenties. In de huidige situatie wordt het pensioen van slechts een kleine groep deelnemers in zowel 2019 als 2020 (gedeeltelijk) geïndexeerd. Het risico is daarnaast aanzienlijk dat verschillende pensioenfondsen, waaronder de fondsen in de metaalsector, al in 2020 tot korten over moeten gaan. Bij het schrijven van deze rapportage was er nog geen beslissing gevallen over het noodzakelijke nieuwe pensioencontract.

Nederlandse banken lijken vooralsnog in staat om de lage-renteomgeving het hoofd te bieden. Aan de ene kant komen rentemarges onder druk te staan omdat depositorentes niet tot of onder nul worden bijgesteld en omdat rentes bij het oversluiten van leningen wel naar beneden worden bijgesteld, maar aan de andere kant ervaren banken minder problemen met leningen als de rentes bij herfinancieringen laag kunnen blijven. Banken hoeven hierdoor op dit moment – geholpen door de relatief goede groeiprestaties in de afgelopen jaren - minder voorzieningen aan te leggen voor problemleningen. Afgelopen jaren zijn verschillende Nederlandse banken in ieder geval in staat gebleken in de lage-renteomgeving hoge winsten te behalen. In sommige andere delen van Europa blijken banken daar overigens meer moeite mee te hebben (meer hierover in sectie 1.5.1).

Nederlandse banken hebben hoge gewogen kapitaalratio's maar de laagste leverage ratio's van Europa (zie ook 1.5.1). De komende jaren zullen de banken hun kapitaalposities verder moeten versterken om aan de Bazel 3.5-eisen te voldoen. Voor 2027 dienen Nederlandse banken nog EUR 8,8 miljard CET1-kernkapitaal en EUR 5,7 miljard additionele kapitaalinstrumenten aan te trekken.¹⁰

1.2.2 Mogelijke verdere krimp Nederlandse bedrijfsleningen

Het aantal nieuw uitgegeven bankleningen was in Nederland het afgelopen jaar historisch laag (zie figuur 1.3, links). Dit is enigszins verrassend met het oog op de investeringsbehoefte in tijden van relatief hoge economische groei, al zijn er in goede tijden ook meer bedrijven in staat om investeringen uit eigen middelen te betalen. Uitgebreide Europese stimuleringsprogramma's als TLTRO II hebben blijkbaar geen sterk stimulerend effect op bedrijfsleningen in Nederland gehad, al is niet met zekerheid te stellen wat er zonder deze programma's was gebeurd. Hoewel Nederlandse banken minder dan Italiaanse, Spaanse, Franse en Duitse banken aan TLTRO II meedoen, hebben zij toch 27 miljard euro aan financiering uit het programma op de balans staan.

Er is ook bewijs dat bedrijven in Nederland, en het mkb in het bijzonder, in vergelijking met andere eurolanden minder vaak een aanvraag doen voor bankfinanciering en ook minder vaak een lening krijgen toegekend (CPB policy brief, te verschijnen in juni). De kans bestaat dat het Nederlandse bedrijfsleven tegen een extra tekort aan financiering aan zal lopen als de economische omstandigheden verslechteren. Banken zijn geneigd om in slechtere tijden minder krediet te verstrekken, al zullen bedrijven dan ook minder krediet verlangen. Ook loopt TLTRO II binnenkort af, al is TLTRO III alweer aangekondigd door de ECB. Op het

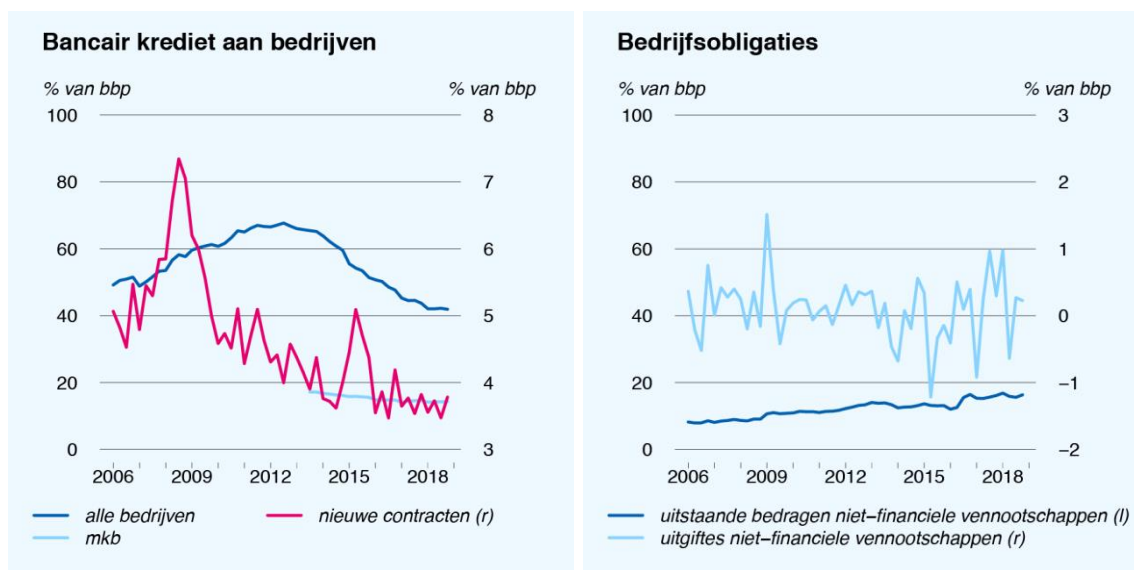
⁹ Eigen berekeningen. Ongewogen gemiddelde van de gerapporteerde beleidsdekkingsgraden van ABP, PFZW, PMT Bouw en PME.

¹⁰ De Nederlandse Bank, Jaarverslag 2018, 14 maart 2019 ([link](#)).

moment van het schrijven van dit rapport is nog onduidelijk onder welke voorwaarden banken vanaf dit najaar weer goedkope leningen aan kunnen gaan.

Het aantal uitgegeven bedrijfsobligaties stijgt over meerdere jaren gezien wel en deze vormen voor het grootbedrijf een substituuut voor bankleningen (figuur 1.3, rechts). Het volume is echter nog steeds relatief gering: waar uitstaande bancaire bedrijfsleningen eind 2018 ongeveer 40% van het bbp waard waren, was dat bij obligaties 16%. Voor het mkb is de obligatiemarkt nagenoeg onbereikbaar.

Figuur 1.3 Uitstaande bedrijfsleningen in Nederland als %bbp nemen af en bedrijfsobligaties als %bbp nemen toe



Bron: DNB (mkb-bedrijven registratie gaat alleen over grootbanken).

1.2.3 De Nederlandse huizenmarkt lijkt nog steeds oververhit

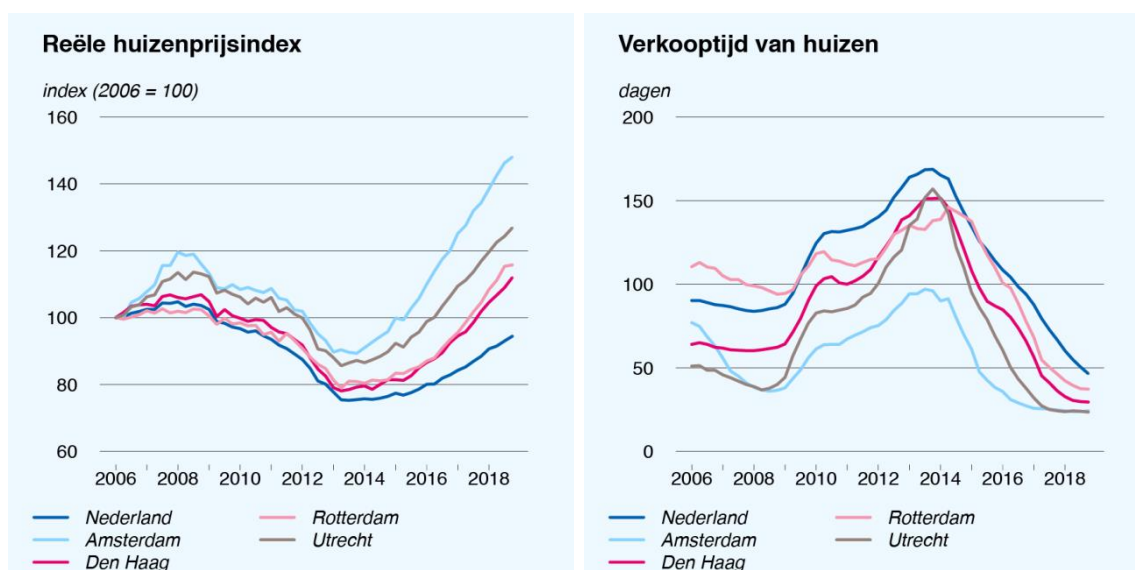
De meeste signalen op de Nederlandse huizenmarkt wijzen nog steeds op oververhitting. De particuliere huizenprijzen zijn het afgelopen jaar verder gestegen. Bovendien is de tijd die het kost om een pand te verkopen verder afgenomen, maar er zijn wederom sterke regionale verschillen zichtbaar (zie figuur 1.4).¹¹ Zo liggen de reële prijzen in de Randstad nu overal boven het niveau van 2008, maar blijven de gemiddelde prijzen in het gehele land daar nog onder. Het aanbod te koop staande woningen is met 17% verder gedaald in het eerste kwartaal van 2019.¹² Wel rapporteert het CBS voor 2019 per saldo 73.500 nieuwe woningen. Dat is een stijging van 34% t.o.v. 2017.¹³

¹¹ Stefan Groot, Benedikt Vogt, en Karen van der Wiel, Oververhitting op de Nederlandse huizenmarkt?, CPB Achtergronddocument, 2018.

¹² NVM kwartaalcijfers ([link](#)).

¹³ Bron CBS statline ([link](#)).

Figuur 1.4 Reële huizenprijzen stijgen verder en worden sneller verkocht



Bron: CBS & NVM.

Belangrijke verklaringen voor de huidige prijsstijgingen zijn, naast de aanhoudende lage rente, een tekort aan geschikt aanbod en zeer positieve verwachtingen over huizenprijsontwikkelingen. Door een inelastisch aanbod stijgen de prijzen vooral in de stedelijke regio's snel. Een verdere uitbreiding van het woningaanbod zou kunnen bijdragen aan een afkoeling van de huizenmarkt.¹⁴ Ook faciliteren de populariteit van stedelijke regio's en de bevolkingsgroei de vraag naar huizen. Bovendien zijn de verwachtingen over huizenprijsontwikkelingen positiever dan ooit: In 2018 verwachtte rond 60% van alle huiseigenaren dat de huizenprijzen in de komende twee jaar verder gingen stijgen. Slechts 1% verwachtte een daling (figuur 1.5, links). Deze verwachtingen kunnen op zichzelf een belangrijke drijver voor prijsontwikkelingen zijn. Dit terwijl de prijzen in sommige gebieden de laatste tijd minder hard stijgen en ook de verkooptijden in de grote steden de bodem bereikt lijken te hebben.

Een mogelijke prijscorrectie zal ertoe leiden dat het aantal huishoudens dat onderwater komt te staan, zal toenemen en dat sommige huishoudens in de betalingsproblemen komen. Deze problematiek komt op dit moment relatief weinig voor: het aantal huishoudens met een betalingsprobleem op hun hypotheek daalt verder. Tegelijkertijd kiest twee derde van de starters voor een Loan-to-value ratio (LTV) boven 90%.¹⁵ Vooral deze huishoudens hebben minder buffers om eventuele prijsschommelingen in de waarde van hun onderpand op te vangen. Dat zal zich vertalen in een relatief sterke consumptiedaling voor deze groep als de stemming op de woningmarkt omslaat.¹⁶ LTV's rond de 100% kunnen bovendien problematisch zijn als deze door overpositieve woningtaxaties in de praktijk alsnog hoger blijken te zijn dan gedacht.¹⁷ De impact van hoge LTV's is wel kleiner dan tien jaar geleden, omdat 60% van de nieuw afgesloten hypotheekleningen annuïtair of lineair wordt afgelost.¹⁸

¹⁴ Thomas Michielsen, Stefan Groot, en Joost Veenstra, *Bouwproces van nieuwe woningen* (Den Haag, 2019) ([link](#)).

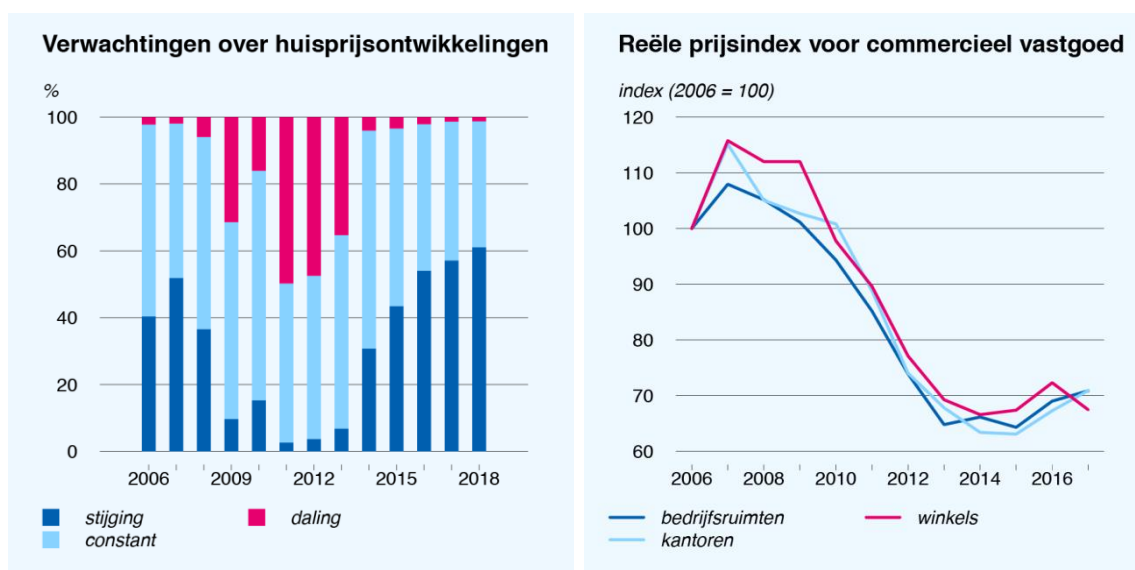
¹⁵ Bron is de Loan Level Data (LLD) van DNB. Zie ook de monitor koopwoningmarkt van het CBS ([link](#)) en de huizenmarkt dashboard van DNB ([link](#)).

¹⁶ Zie onder andere: Lu Zhang, Do house prices matter for household consumption? Evidence from Dutch administrative data, CPB Discussion Paper, 2019 ([link](#)); Kan Ji, Rutger Teulings, en Bram Wouterse, Disentangling the effect of household debt on consumption, CPB Discussion Paper, nr. 395 (2019, [link](#)).

¹⁷ "DNBulletin: Woningtaxaties overgewaardeerd - De Nederlandsche Bank, geraadpleegd 1 mei 2019 ([link](#)).

¹⁸ Bron LLD van DNB.

Figuur 1.5 Positieve verwachtingen over huisprijsontwikkelingen en prijzen commercieel vastgoed stijgen licht



Bron: DNB en bewerking CPB.

1.2.4 Monitoren van recente prijsstijgingen commercieel vastgoed van belang

De beschikbare data laten zien dat de prijzen voor commercieel vastgoed het afgelopen jaar gestegen zijn, maar deze hebben nog lang niet het niveau van 2008 bereikt. Dat blijkt uit de vastgoedindex van DNB (figuur 1.5, rechts). De prijsstijging lijkt vooral te komen doordat sinds twee jaar het aanbod van commercieel vastgoed in bijna alle gemeentes aan het dalen is.

Het blijft belangrijk de commerciële vastgoedmarkt goed te monitoren. Het lijkt bijvoorbeeld relevant in hoeverre prijsontwikkelingen regionaal verschillen en hoe een aankoop gefinancierd is. Daarnaast is een belangrijk aandachtspunt hoe nieuwe duurzaamheidseisen rond commercieel vastgoed uitpakken voor de prijsontwikkeling.¹⁹ Het CBS en DNB ontwikkelen op dit moment een nieuwe database met meer granulaire informatie over de blootstelling van Nederlandse banken aan de markt voor commercieel vastgoed.²⁰ Het is dus afwachten of de aangekondigde verbeterde vastgoedindex van DNB tot andere conclusies zal leiden. Prijsontwikkelingen op de markt voor commercieel vastgoed hebben consequenties voor de balansen van banken, pensioenfondsen en verzekeraars. Bovendien heeft een correctie een direct effect op de kredietwaardigheid van bedrijven die hun bedrijfspand als onderpand voor een lening gebruiken.²¹

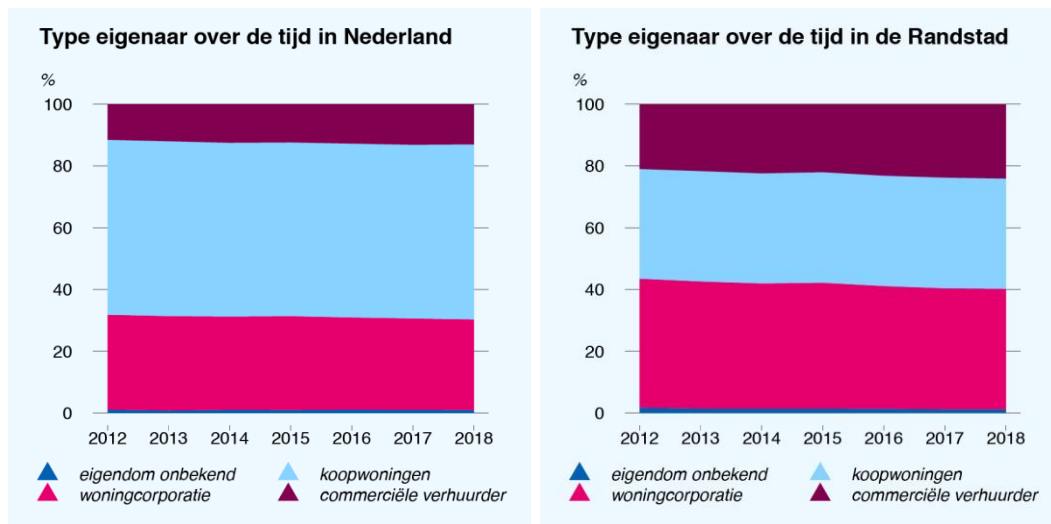
¹⁹ Zie bijvoorbeeld dit onderzoek over de effecten van energielabels op prijsontwikkelingen van commercieel vastgoed uit de VS: Rogier Holtermans en Niels Kok, On the Value of Environmental Certification in the Commercial Real Estate Market, Real Estate Economics, 2017 ([link](#)).

²⁰ Zie dit DNB rapport ([link](#)).

²¹ Matteo Iacoviello, "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle", *American Economic Review* 95, nr. 3 (juni 2005): 739-64.

Beperkte rol van particuliere verhuurders

Het aandeel commerciële verhuurders op de Nederlandse woningmarkt groeit licht en verschilt per regio. Het aantal huizen dat commerciële verhuurders – zowel grote vastgoedbedrijven als kleine particuliere beleggers – verhuren, is sinds 2012 gestegen van 850 duizend naar 1 miljoen. In 2018 hebben we het over 13% van de landelijke woningvoorraad. In de Randstad ziet het beeld er anders uit: in 2012 was 21% van alle woningen in bezit van commerciële verhuurders. Dit percentage steeg de afgelopen jaren tot 24%. In verhouding tot bijvoorbeeld Duitsland is dit nog steeds laag.



Bron: CBS open data.

De rol van particuliere verhuurders op de woningmarkt is vooralsnog beperkt. Individuele beleggers spelen een beperkte rol in de particuliere huurmarkt en deze rol is constant over de tijd. Landelijk werd in 2018 ongeveer 7% van deze huurwoningen door natuurlijke personen verhuurd, in de Randstad was dat rond de 13%.

De koopmarkt en de commerciële huurmarkt zijn zowel aan de vraag- als aanbodkant met elkaar verbonden. Verhuurders beïnvloeden de koopmarkt voor zover zij bestaande koopwoningen opkopen om te gaan verhuren en daar geen voormalig verhuurde woningen op de koopmarkt voor in de plaats omen. Dit kan tot een prijsopdrijvend effect op de koopmarkt leiden, maar leidt ook tot meer aanbod voor huurwoningen in de vrije sector. Vanwege het mogelijke prijsopdrijvende effect van particuliere verhuurders worden nu meerdere beleidsopties voorgesteld die de betrokkenheid van deze groep op de huizenmarkt ontmoedigen.

Kansrijke beleidsmaatregelen tegen verdere woningprijsstijgingen en stijgende huurprijzen in de vrije sector kunnen zich het beste richten op het verhogen van het woningaanbod. Dat kan in de vorm van nieuwbouw, herstructurering van panden of het beperken van de toeristische benutting van panden in aantrekkelijke regio's. Buitenlandse ervaringen tonen aan dat het alternatief van een maximale huurprijs gepaard gaat met sterke anticipatie-effecten. Een verhoogde overdrachtsbelasting zal waarschijnlijk grotendeels doorgerekend worden in de huurprijzen.

1.3 Buitenlandse financiële risico's: wereldwijde schulden

1.3.1 Lage kwaliteit bedrijfsleningen en grotere rol niet bancaire financiële instellingen

De kwaliteit van de wereldwijd uitgegeven bedrijfsobligaties bevindt zich op een laag niveau (figuur 1.6, links). In de periode van 2009 - 2017 is elk jaar rond 140 biljoen dollar aan obligaties uitgegeven die niet van voldoende kwaliteit zijn om door institutionele beleggers te worden aangehouden (i.e. niet *investment grade* zijn), maar daarom wel een hoger rendement bieden. Blijkbaar is er, mede door de langdurig lage rentes, voldoende vraag naar deze financiële instrumenten (*search for yield*). Binnen de *investment-grade*-obligaties valt op dat institutionele investeerders meer risico nemen door veel obligaties van het laagste niveau *investment grade* (BBB) op de balans te houden.²² Opvallend is daarentegen dat in 2018, voor het eerst sinds de financiële crisis, minder bedrijfsobligaties met een hoog risico zijn uitgegeven dan afgelopen.

Bovendien zijn 'hefboomleningen' in opkomst (figuur 1.6, rechts). Dat zijn leningen aan bedrijven die al een hoog schuldniveau hebben. Omdat de terugbetaalkansen hierdoor relatief slecht zijn, zijn deze leningen risicovoller.²³ Deze hefboomleningen kunnen ook gebruikt worden als substituuat voor obligaties. De grootte van de markt wordt geschat op circa 2 biljoen euro of rond de 9% van al het uitstaande bedrijfskrediet in ontwikkelde landen.²⁴ Bovendien is in de huidige markt de onderhandelingsmacht van inlenende instanties relatief sterk en als gevolg daarvan zijn de zogenaamde 'underwriting standaarden' (garanties voor de uitlenende instantie) gestaag afgenomen: in 2007 was 30% van de uitstaande CLO's 'covenant-lite' - oftewel met weinig voorwaarden - eind 2018 was dat meer dan 80%.²⁵

De markt voor hefboomleningen is zeer complex en niet-bancaire financiële instellingen spelen een grote rol.²⁶ In totaal werd in 2018 70% van alle hefboomleningen door niet-banken uitgegeven.²⁷ 20% van de hefboomleningen wordt weer in zogenaamde *Collateralized Loan Obligations* (CLO's) verpakt en doorverkocht. Mede als gevolg van de sterke regulering van banken en de huidige lage-renteomgeving gebruiken investeerders steeds vaker alternatieve vormen van financiële intermediaatie.²⁸ Schattingen geven aan dat rond twee derde van de CLO's door niet-bancaire investeerders wordt aangehouden. In het algemeen is er nu beter zicht op de markt van niet-bancaire financiële instellingen dan tien jaar geleden.²⁹ Toch is er nog onvoldoende kennis hoe sterk de bankensector met deze niet bancaire-financiële instellingen is verweven.³⁰

²² Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy - OECD, geraadpleegd 1 mei 2019 ([link](#)).

²³ Bedrijven die leningen gebruiken voor een 'leveraged buyout', een met krediet gefinancierde overname of het terugkopen van aandelen, hebben het ook wel over 'leveraged loans'.

²⁴ European Central Bank, Financial Stability Review, November 2018, European Central Bank, geraadpleegd 1 mei 2019, ([link](#)); "Financial Stability Report and Stress Test results - November 2018", geraadpleegd 1 mei 2019 ([link](#)).

²⁵ Tirupam Goel, "The rise of leveraged loans: a risky resurgence?", 23 september 2018, ([link](#)).

²⁶ Zie deze bijdrage van de Bank of England ([link](#)).

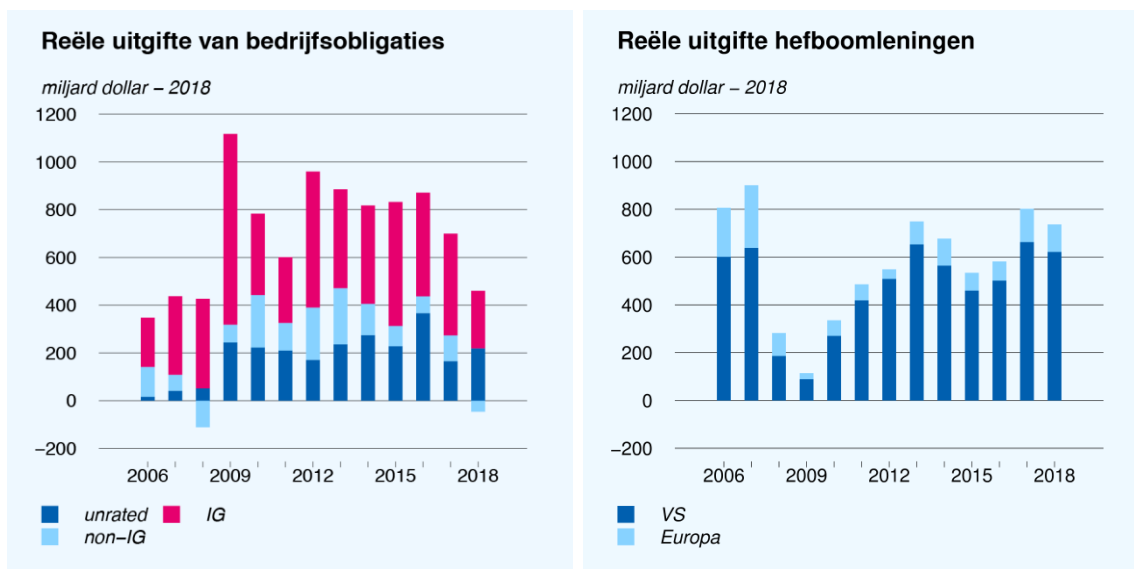
²⁷ "Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018 - Financial Stability Board", geraadpleegd 1 mei 2019 ([link](#)).

²⁸ Voor de VS is bijvoorbeeld aangetoond dat banken in tijden van lage rente meer risico nemen in de markt voor *syndicated loans* door sterker samen te werken met niet-bancaire financiële instellingen zoals *special purpose vehicles*, *money market funds* en *collateralized loan obligations*.

²⁹ Shadow Banking and Market-Based Finance, geraadpleegd 1 mei 2019 ([link](#)).

³⁰ Zie dit IMF-rapport ([link](#)).

Figuur 1.6 Kwaliteit van nieuw uitgegeven bedrijfsobligaties laag en uitgifte hefboomleningen hoog



Bron: OESO, S&P Financial Services en CPB.

Het grootste risico bij deze ontwikkelingen is een plotselinge herprijsing van de gebundelde leningen. Door zowel marktdeelnemers alsook toezichthouders wordt de kans op een herprijsing als hoog beoordeeld, omdat de risico's bij bedrijfsleningen op dit moment lijken te worden onderschat.³¹ Aan de ene kant kunnen er irrationele redenen voor een verkeerde waardering zijn: investeerders ontkennen (slechte) marktsignalen langere tijd en passen plotseling hun verwachting over prijsontwikkelingen aan.³² Aan de andere kant speelt ook de vraag hoe goed de prikkels voor kredietbeoordelaars en banken functioneren om de risico's goed in te schatten. Recent wetenschappelijk bewijs laat zien dat er nog steeds vooruitgang is te boeken in de regulering van de markt voor kredietbeoordelaars en ook dat er in Europa weinig nieuwe initiatieven in die richting worden ontplooid.³³

Een herprijsing kan zichzelf versterken omdat er bij institutionele investeerders een zogenaamde 'fire sale' op gang wordt gebracht wanneer investeringen hun *investment grade* status verliezen. Zoals eerder opgemerkt, is het aandeel obligaties met het laagste niveau *investment grade* dat institutionele investeerders aanhouden toegenomen, wat het risico op een *fire sale* in geval van herprijsing verhoogt.

De directe verwevenheid van Nederlandse banken met niet-bancaire financiële instellingen die dit soort type gebundelde leningen aanhouden, lijkt beperkt. In het vierde kwartaal 2018 was het aandeel van buitenlandse overige financiële instellingen voor de gehele Nederlandse bankensector slechts 6%.³⁴ Dat betekent niet dat er geen risico's door tweede-orde-effecten zijn. Bij prijsschommelingen in de markt voor hefboomleningen kunnen banken nog steeds geraakt worden als zij zich ook deels via dezelfde bronnen financieren. Als de liquiditeit in deze markten opdroogt, wordt financiering duurder.³⁵

³¹ European Central Bank, Financial Stability Review, May 2018, European Central Bank, geraadpleegd 1 mei 2019 ([link](#)).

³² Pedro Bordalo, Nicola Gennaioli, en Andrei Shleifer, Diagnostic Expectations and Credit Cycles, *The Journal of Finance* 73, nr. 1 (1 februari 2018): 199–227.

³³ Zie bijvoorbeeld: Patrick Bolton, Xavier Freixas, en Joel Shapiro, The Credit Ratings Game, *The Journal of Finance* 67, nr. 1 (1 februari 2012): 85–111 en Jakob de Haan en Fabian Amtenbrink, Taming the Beast? New European Regulation for Credit Rating Agencies, *Zeitschrift für Staats- und Europawissenschaften (ZSE) / Journal for Comparative Government and European Policy* 10, nr. 4 (2012): 433–58.

³⁴ Zie DNB ([link](#)).

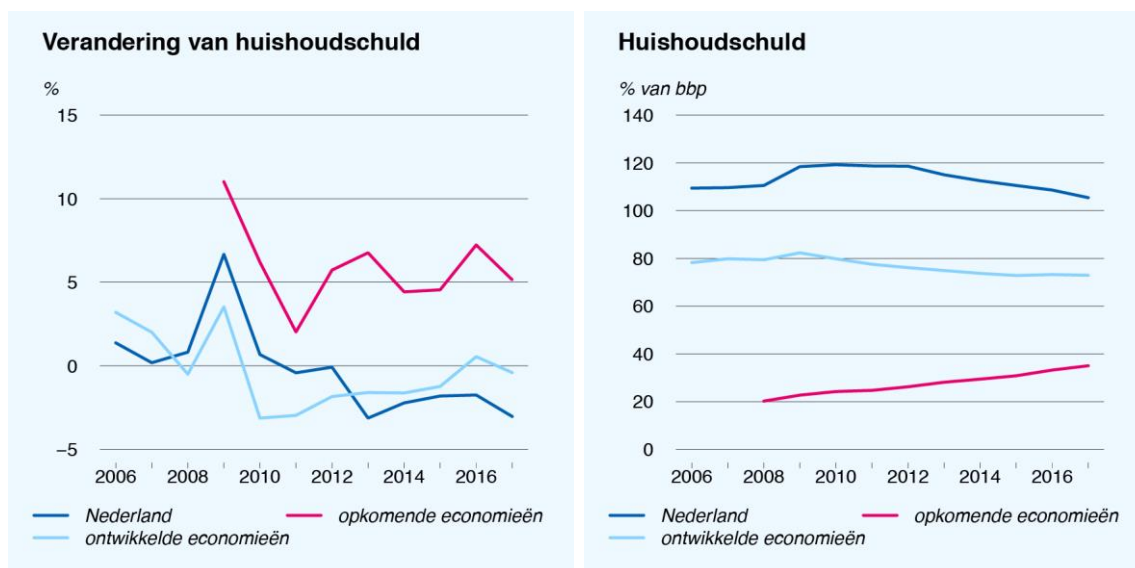
³⁵ Zie deze studie voor een voorbeeld: Stephan Luck en Paul Schempp, Banks, shadow banking and fragility, ECB Working paper (European Central Bank, 2016).

1.3.2 Wereldwijde huishoudschulden blijven hoog

Het wereldwijde niveau van huishoudschulden blijft hoog en stijgt verder in opkomende landen. Snel stijgende huishoudschulden worden vaak gezien als voorlopers van een recessie en hoge niveaus kunnen een recessie versterken.³⁶ Dat loopt vooral via twee kanalen. Door stijgende werkloosheid in een recessie kunnen huishoudens hun leningen niet meer betalen. Deze leningen moeten dan worden afgeschreven door banken en dat werkt door naar de kredietverstrekking. Bovendien kan een recessie gepaard gaan met dalende vastgoedprijzen en toenemende onzekerheid bij consumenten. Hierdoor daalt in de eerste plaats de onderpandwaarde van hypotheekleningen die een groot deel van de huishoudschulden uitmaken en in de tweede plaats gaan consumenten meer sparen. Beide hebben een negatief effect op de consumptie.

Nederland is op de goede weg met het schuldniveau maar bevindt zich nog steeds in de kopgroep (figuur 1.7). In Nederland hadden eind 2017 1,2 miljoen huishoudens een negatief vermogen.³⁷ In geval van een recessie komt deze groep huishoudens er bijzonder kwetsbaar voor te staan. Dat wordt ook door recent CPB-onderzoek bevestigd. Vooral huishoudens die onder water kwamen te staan tijdens de vorige recessie, hebben hun consumptie toen flink teruggedraaid.³⁸

Figuur 1.7 Globale en Nederlandse huishoudschulden zijn hoog



Bron: Datastream & OESO.

³⁶ Atif Mian, Amir Sufi, en Emil Verner, Household debt and business cycles worldwide, The Quarterly Journal of Economics 132, nr. 4 (2017): 1755–1817.

³⁷ Centraal Economisch Plan (CEP) 2019 | CPB.nl, geraadpleegd 1 mei 2019 ([link](#)). Rond de helft daarvan waren huurders. Bij huiseigenaren is het daadwerkelijke negatieve eigen vermogen lager als spaarhypotheekleningen worden meegerekend. Hoe groot het percentage van spaarhypotheekleningen is, is echter niet bekend.

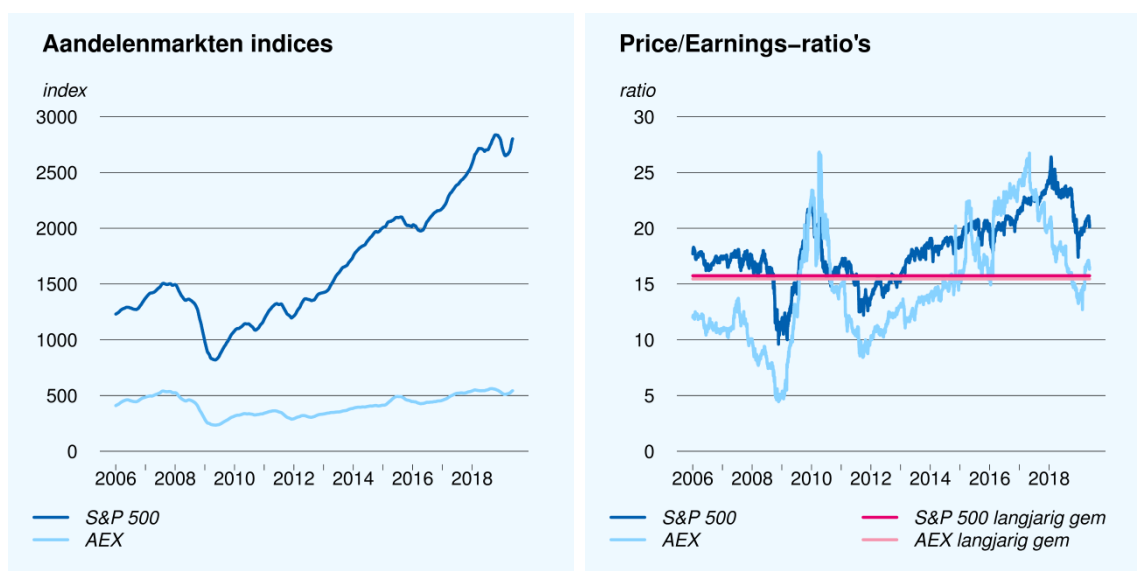
³⁸ Zie bijvoorbeeld: Ji, Teulings, en Wouterse, Disentangling the effect of household debt on consumption; Zhang, Do house prices matter for household consumption? Evidence from Dutch administrative data.

1.4 Externe risico's voor de financiële sector

1.4.1 Kans op correctie financiële markten door handelsoorlog of mondiale groeivertraging

Een sneller dan verwachte vertraging van de mondiale economie zou gepaard kunnen gaan met een correctie op de financiële markten en kan deze vertraging versterken. Zo is de recente inversie van de Amerikaanse rentecurve een mogelijk signaal van een aankomende recessie aldaar^{39,40} en wordt een harde landing in China volgens een recente enquête onder fondsmanagers als een van de belangrijkste staartrisico's op de financiële markten gezien.⁴¹ Ook een verdere escalatie van de handelsspanningen zou tot een afname in marktsentiment kunnen leiden, en scherpe correcties op financiële markten kunnen veroorzaken.⁴² Begin mei verloren aandelenmarkten wereldwijd een aantal procentpunten vanwege aankondigingen van nieuwe wederzijdse tarieven door de VS en China (zie figuur 1.8).

Figuur 1.8 Amerikaanse beurzen hoog gewaardeerd (links) en wellicht wel overgewaardeerd (rechts)



Bron: Datastream en eigen berekeningen.

De Amerikaanse aandelenmarkt lijkt ruim gewaardeerd, terwijl er weinig aanwijzingen voor overwaardering binnen het eurogebied zijn. Koers-winstverhoudingen (P/E) en *price-book-ratios* voor de Nederlandse en Europese beursindices liggen momenteel dicht bij hun langjarig gemiddeldes (zie figuur 1.8). Voor de Amerikaanse S&P 500 zijn deze statistieken echter aanzienlijk gestegen sinds 2011 en bevinden ze zich nu ruim boven het historisch gemiddelde. Hoewel dus weinig wijst op significant overgewaardeerde aandelenmarkten binnen het eurogebied, kunnen deze toch last hebben van besmettingseffecten bij een

³⁹ Doorgaans ligt de rente op een overheidsobligatie met een langere duurtijd hoger dan bij obligaties met een kortere duurtijd. Dit is wegens verschillende risico-opslagen, voor het risico op een stijging van de inflatie bijvoorbeeld. Een inversie van de rentecurve houdt in dat de rente op lange termijn lager is dan de rente op korte termijn. Omdat dit wijst op een lagere verwachte toekomstige kortetermijnrente (en daarmee lagere groei), is het een indicator van een mogelijke recessie. Alle recessies in de VS sinds 1960, behalve één, zijn voorgegaan door een inversie van de rentecurve. Tegelijkertijd zijn er redenen om te veronderstellen dat de betrouwbaarheid van deze recessie-indicator is afgenomen. Zo zouden het onconventionele monetaire beleid (kwantitatieve verruiming) en de trendmatige daling in de rente een drukkend effect op langetermijnrentes kunnen hebben en daarmee kunnen bijdragen aan een inversie van de rentecurve.

⁴⁰ *Financial Times*, US yield curve measure inverts for first time since 2007, 22 maart 2019 ([link](#)).

⁴¹ Groeivertraging in China neemt de koppositie over van de handelsoorlog in de lijst met grootste staartrisico's, zo blijkt uit de maandelijkse *Global Fund Manager Survey* van Bank of America-Merrill Lynch (BAML).

⁴² IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2018 ([link](#)).

correctie in mondiale markten.⁴³ Een correctie zou zowel banken, verzekeraars als pensioenfondsen raken. Zo zouden pensioenfondsen bijvoorbeeld te maken kunnen krijgen met een verdere afname van dekkinggraden.

Het recentelijk in de VS ingezette monetaire beleid waarbij wordt afgezien van verdere verkrapping, leidt tot betere financiële condities in opkomende landen. Daarmee daalt de kans dalen dat er zich aldaar op korte termijn weer problemen voordoen. De totale uitzettingen van de Nederlandse financiële sector in opkomende economieën bedraagt ongeveer 200 miljard euro (dat is gelijk aan ongeveer een vierde van het Nederlands bbp).⁴⁴ Mocht de Federal Reserve op termijn weer overgaan tot normalisatie van het monetair beleid, dan zal dit de spanning rondom de financiële situatie van opkomende economieën weer verder doen laten oplopen.

1.4.2 Onzekerheid over de Brexit blijft nadelig voor Nederlandse financiële sector

Er is nog flinke onzekerheid over het verdere verloop van de Brexit en dat brengt risico's met zich mee. De Brexit deadline is verschoven naar 31 oktober, waardoor de Britse regering tot die datum de tijd heeft om tot een uittredingsovereenkomst te komen. Het is dus nog steeds onduidelijk onder welke voorwaarden het VK de EU zal verlaten, en ook een *no deal* Brexit, of zelfs het niet plaatsvinden van de Brexit, behoren nog tot de mogelijkheden.

In de tussentijd zijn er wel belangrijke afspraken gemaakt om de risico's van een *no deal* Brexit te beperken. Zo is er besloten dat instellingen in de EU en in het VK tijdelijk toegang blijven houden tot elkaars Centrale tegenpartijen (CCP's), ook in het geval van een *no deal* Brexit.⁴⁵ CCP's spelen een cruciale rol in de effecten- en derivatenmarkt, zie voor een uitgebreide omschrijving ook het speciale hoofdstuk verderop in deze rapportage. Bovendien hebben de ECB en de Bank of England (BoE) een zogenaamde *currency swap line* opgezet om de marktbrede liquiditeit te bewaken. Dit stelt beide instituten in staat de eigen financiële sector te kunnen bedienen met respectievelijk Britse ponden en euro's. Ten slotte hebben Britse autoriteiten aangegeven in geval van een *no deal* tijdelijk paspoortrechten te willen verschaffen aan financiële instellingen uit de Europese Unie.⁴⁶

Tegelijkertijd zijn hiermee niet alle risico's weggenomen. Zo zijn er geen afspraken gemaakt over behoud van paspoortrechten voor banken uit het VK; Britse banken verliezen daarmee bij een *no deal* scenario per direct hun rechten om te mogen opereren in de EU. Wel hebben veel banken uit het VK om deze reden een vergunning op het Europese vasteland aangevraagd. Inmiddels is er al een aantal grote Britse banken operationeel, door bankvergunningen in diverse Europese landen, wat moet helpen om de continuïteit van dienstverlening aan EU-klanten bij een *no-deal* te borgen. Hoewel Nederland en veel andere Europese landen wetgeving hebben ingevoerd om risico's rondom derivaten die niet via CCP's *gecleard* worden, tegen te gaan, zijn hier niet alle risico's mee weggenomen.⁴⁷ Ook zijn er nog geen afspraken gemaakt over dubbel genoteerde aandelen, wat tot het intrekken van de tweede notering op het Europese vasteland zou kunnen leiden.⁴⁸

⁴³ European Commission, European Economic forecast, Lente 2018 ([link](#)).

⁴⁴ DNB, Overzicht Financiële Stabiliteit, najaar 2018 ([link](#)).

⁴⁵ Europese Commissie, 19 december 2018 ([link](#)).

⁴⁶ Financial Conduct Authority, April 2019 ([link](#)).

⁴⁷ IMF, Global Financial Stability Report, April 2019 ([link](#)).

⁴⁸ Het Financieel Dagblad, 4 maart 2019 ([link](#)).

Een *no deal*/Brexit wordt nauwelijks ingeprijsd door financiële markten, waarmee het voordoen van dit scenario waarschijnlijk gepaard zal gaan met heftige marktbevingen.^{49, 50} De volatiliteit zou bovendien versterkt kunnen worden door het verwachte gebrek aan marktliquiditeit. Dit zou voor Nederlandse instellingen met omvangrijke beleggingen in het VK in financiële verliezen resulteren. Bovendien zou een *no deal* scenario aanleiding kunnen geven tot een algehele afname in marktsentiment en daarmee leiden tot een verslechtering van de bredere financiële condities.⁵¹

Ook wanneer het *no deal* scenario wordt vermeden, blijven er risico's gemoeid met de Brexit. Indien de toekomstige handelsrelatie tussen het VK en de EU wederzijds zakendoen substantieel bemoeilijkt, heeft dat allereerst negatieve consequenties voor de reële economie. Daarnaast kunnen op termijn indirecte risico's voor de financiële stabiliteit ontstaan, bijvoorbeeld doordat banken leningen hebben verstrekt aan bedrijven die afhankelijk zijn van de handel met het VK en door de afhankelijkheid voor derivatenclearing van CCP's in Londen (zie hoofdstuk 2 van deze risicorapportage).

De Brexit creëert echter ook nieuwe kansen voor de Nederlandse financiële sector. Om toegang tot de Europese markt te houden openen Britse financiële instellingen kantoren in continentaal Europa. Ook Nederland is in deze context in trek. Zo hebben vanwege de Brexit ongeveer vijftien betaalinstanties/elektronische geldinstellingen bij DNB een aanvraag gedaan om toegang tot de Nederlandse financiële markt te krijgen.⁵² Daarnaast komt ook een aanzienlijk aantal beleggingsondernemingen naar Nederland. De AFM denkt dat 30 tot 40% van de Europese aandelenhandel in Nederland gaat plaatsvinden, en 95% van de Europese obligatiehandel.⁵³ Hoewel Amsterdam daarmee naar verwachting het handelscentrum van Europa wordt, is het aantal arbeidsplaatsen dat daarmee in Nederland wordt gecreëerd, relatief beperkt.

1.4.3 Mogelijke risico's in Italië: verlies van vertrouwen in overheidsschuld en bankencrisis

De Italiaanse overheid heeft hoge schulden en er is weinig zicht op verbetering. De Italiaanse staatsschuld bedraagt circa 132% van het bbp, en de combinatie van lage groeiverwachtingen en het expansieve begrotingsbeleid van de Italiaanse regering maken het onwaarschijnlijk dat deze schuldenlast snel daalt.

Hoewel de hoeveelheid niet-presterende leningen recent significant is teruggebracht, bestaat er in Italië nog altijd een sterke verwevenheid tussen de overheid en banken. Ongeveer 18% van de totale Italiaanse bankenactiva bestaat uit Italiaans staatspapier (zie figuur 1.9, rechts). Deze verwevenheid zorgt voor een opeenstapeling van risico's en maakt de Italiaanse overheid en bankensector kwetsbaar voor een vertrouwenscrisis. Er is wel vooruitgang geboekt in de bankensector: het aandeel niet-presterende leningen is sterk gereduceerd (zie figuur 1.9, links).

Verscheidene Europese maatregelen zouden soelaas bieden, maar ten opzichte van de vorige publicatie van deze rapportage zijn er nog geen verdere stappen gezet tot voltooiing van de Europese banken- en kapitaalmarktunie. Zo zou een depositogarantiestelsel op Europees niveau fungeren als extern mechanisme om verliezen op te vangen en deposito's te beschermen, zonder een beroep te doen op de solvabiliteit van de nationale overheid. Als dit wordt doorgevoerd, neemt de negatieve wisselwerking tussen banken en overheden af. Het opleggen van kapitaaleisen voor het aanhouden van overheidsobligaties, of het stellen van

⁴⁹ IMF, Global Financial Stability Report, April 2019 ([link](#)).

⁵⁰ Ook naar aanleiding van de uitkomst van het Brexitreferendum op 23 juni 2016 ontstond er onrust op wereldwijde financiële markten. Zo sloot die bewuste dag de Ftse250 - de beste graadmeter voor het Britse bedrijfsleven - ruim 7% lager, en verloren de EuroStoxx50 8,6%, de AEX 5,7% en de S&P500 3,2% ([link](#)).

⁵¹ IMF, Global Financial Stability Report, April 2019 ([link](#)).

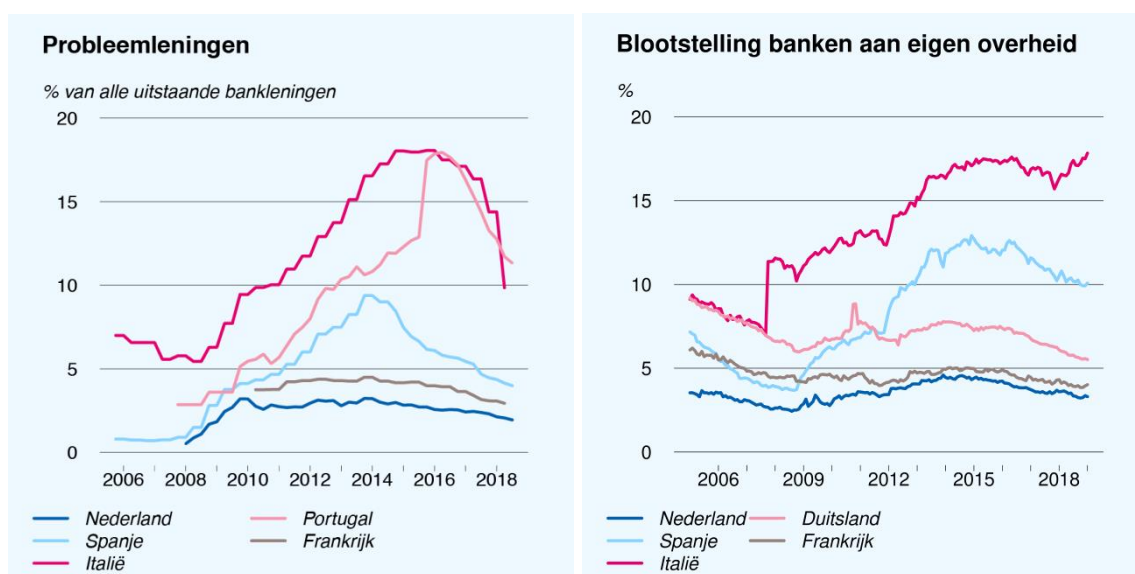
⁵² DNB, 10 april 2019 ([link](#)).

⁵³ Zie dit artikel ([link](#)).

limieten aan de hoeveelheid schuld die een bank mag aanhouden van de eigen overheid, zou ook helpen bij het verminderen van de verwevenheid tussen banken en overheden.⁵⁴ Vooral nog kennen overheidsobligaties een voorkeursbehandeling alsof ze geen risico's kennen.

De Italiaanse problematiek is zorgelijk, ook al is de directe blootstelling van Nederlandse banken op de Italiaanse problematiek gering. Het totaal aan uitzettingen van de Nederlandse bankensector op Italiaanse banken, overheden, bedrijven en huishoudens gezamenlijk bedraagt circa 27,1 miljard euro.⁵⁵ Nederlandse financiële partijen hebben echter een aanzienlijke blootstelling op andere partijen die in Italiaans papier hebben belegd.⁵⁶ Hoewel een (gedeeltelijke) kwijtschelding van schulden op korte termijn niet erg waarschijnlijk is, is de kans op een vertrouwenscrisis met breder optredende problemen in de eurozone reëel.

Figuur 1.9 Probleemleningen dalen (links), bank-overheids-nexus stijgt in Italië (rechts)



Bron: ECB en EBA.

1.4.4 Klimaatrisico's op de korte termijn beperkt voor financiële stabiliteit

De directe klimaatrisico's zijn voor de Nederlandse financiële sector op de korte termijn (de komende vijf jaar) beperkt. Met directe risico's bedoelen we hier de schade door klimaatverandering, zoals door natuurrampen in Nederland of in het buitenland. Voor Nederlandse banken, pensioenfondsen en verzekeraars geldt dat zij de meeste exposure hebben op overstromingsrisico's in Nederland. De kans op grootschalige overstromingen in Nederland is echter zeer klein, zeker vanwege recente dijkverhogingen. Uiteraard is de impact – als het zich zou voordoen – voor de hele samenleving en dus ook voor de financiële sector groot. Klimaatverandering is ook merkbaar in lange droogteperiodes of juist heftige neerslag, die bijvoorbeeld de agrarische sector kunnen raken, en daarmee ook een risico vormen voor de aan hen lenende banken.⁵⁷

⁵⁴ Voor een uitgebreidere analyse van de totstandkoming van de bankenunie, zie de Risicorapportage Financiële Markten 2018 ([link](#)).

⁵⁵ Bron: BIS ([link](#)).

⁵⁶ Het is moeilijk om deze indirecte blootstelling te kwantificeren, echter is er recentelijk veel nieuw onderzoek verricht naar mogelijke besmettingseffecten binnen de (Europese) financiële sector, en via welke kanalen dat loopt. Zie bijvoorbeeld dit rapport van de ECB: mapping contagion in the euro area banking sector, working paper series 2224, januari 2019 ([link](#)).

⁵⁷ Zie bijvoorbeeld dit rapport: Bank of England, The Bank of England's response to climate change, Quarterly Bulletin, Q2 2017 ([link](#)).

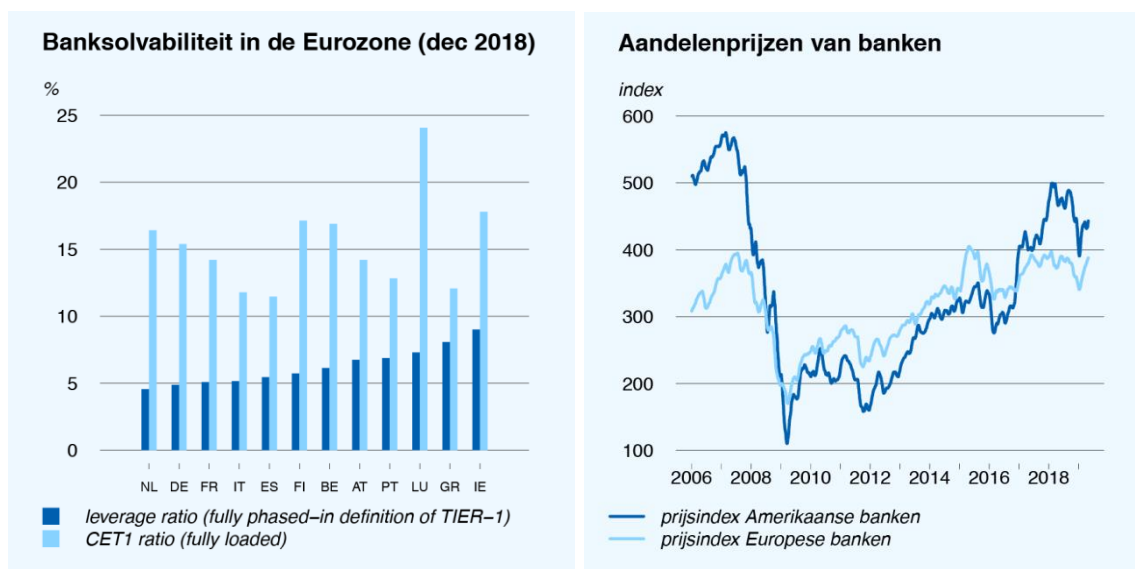
Diverse toezichthouders houden zich tegenwoordig met klimaatgerelateerde stresstesten bezig. DNB heeft recent bijvoorbeeld een analyse gedaan waarbij de effecten van de van extreme scenario's van de energietransitie op banken, verzekeraars en pensioenfondsen in kaart werden gebracht. De verliezen bleken wel aanzienlijk maar ook beheersbaar.⁵⁸ EIOPA deed in 2018 een stresstest voor verzekeraars waarin een scenario over natuurrampen aan bod kwam: er werd gesimuleerd wat er met de balansen van verzekeraars zou gebeuren als in hetzelfde jaar vier Europese windstormen, twee overstromingen in Midden en Oost-Europa en twee Italiaanse aardbevingen zouden plaatsvinden. De Europese verzekeringsbranche bleek hier voldoende tegen bestand. Er werd een hoge veerkracht gerapporteerd, omdat veel risico's al zijn herverzekerd. Uiteraard is er op de geconcentreerde herverzekeringmarkt vervolgens wel sprake van een groter risico. De Financial Stability Board (FSB) heeft nog voor 2019 een rapport aangekondigd dat deze risico's beter in kaart zal brengen.⁵⁹

1.5 Risico's vanuit financiële sector zelf

1.5.1 Mogelijke consolidatieslag Europese banken kan nadelig zijn voor financiële stabiliteit

De kapitaalratio's van de Europese bankensector zijn het afgelopen jaar verbeterd. Europese banken hadden gemiddeld genomen hogere TIER₁-ratio's dan Amerikaanse in 2018.⁶⁰ Ongewogen *leverage ratios* zijn daarentegen een stuk lager dan in de VS en de rest van de wereld omdat Europese banken relatief veel hypotheek op de balans hebben staan, die een laag risicogewicht kennen. Er bestaan wel grote verschillen tussen Europese landen en banken (zie figuur 1.10). De kapitaalratio's van de grote Europese banken bleven in de EBA-stresstest van 2018 overeind, met drie banken die hun kapitaalratio's wel erg ver zagen wegzakken (Barclays, Lloyds, Banco BPM). Nederlandse banken horen bij de kopgroep wat betreft gewogen kapitaalratio's, maar hebben juist de laagste *leverage ratios*.

Figuur 1.10 Verschillen in solvabiliteit en Europese bankenaandelen een stuk lager gewaardeerd dan Amerikaanse



Bron: Datastream en EBA.

⁵⁸ Rob Vermeulen e.a., An energy transition risk stress test for the financial system of the Netherlands, DNB Occasional Studies, 2018 ([link](#)).

⁵⁹ Dit rapport is nog te verschijnen ([link](#)).

⁶⁰ "Basel III Monitoring Report" (Basel Committee on Banking Supervision, maart 2019), ([link](#)).

Er blijven zorgen over de winstgevendheid van de Europese bankensector, zeker over de Duitse. Dit blijkt onder andere uit de relatief lage beurskoersen van banken in Europa (zie figuur 1.10). De grote Nederlandse banken zijn winstgevender geweest dan in de jaren daarvoor met gemiddelde winst-over-eigen-vermogen-ratio's tussen de 7 en 11%, zo blijkt uit de meest recente cijfers.⁶¹ Daar waar Nederlandse banken erin slagen goede winsten te behalen in de huidige lage-renteomgeving, is dat in ieder geval bij een aantal grote Duitse banken niet zo. Commerzbank en zeker Deutsche Bank presenteerden slechte cijfers over 2018. Bij het schrijven van dit rapport was er nog geen duidelijkheid over de uitkomst van mogelijke onderhandelingen over een potentiële overname van Commerzbank.

Mogelijke overnameplannen van Commerzbank door een buitenlandse speler passen binnen een bredere roep, ook van toezichthouders, om grotere of pan-Europese banken te creëren. Na het mislukken van de - mede door de Duitse politiek geïnitieerde - fusiegesprekken tussen Deutsche Bank en Commerzbank, gaan er nu geruchten rond dat andere Europese banken, zoals UniCredit, BNP Paribas en ING, wellicht geïnteresseerd zijn om Commerzbank over te nemen.

De nadelen van een verdere consolidatie van grote Europese banken overheersen de voordelen.⁶² Een belangrijk nadeel van grotere systeembanken is dat deze *too-big-to-save* kunnen worden. Te grote banken hebben daardoor bovendien een prikkel om meer risico's te nemen dan banken die zich zonder impliciete garanties van de overheid op de markt begeven. De vraag of deze banken *too-big-to-manage* zijn komt ook op: bij een bepaalde omvang slaan kostenvoordelen vanwege *economies of scale* om in extra kosten vanwege coördinatiefalens. Een grote omvang is in ieder geval geen garantie op succes: Deutsche Bank beheert 1,3 biljoen euro aan vermogen en maakt nauwelijks winst. Ook kunnen Europese consumenten en bedrijven de dupe worden van de grotere marktconcentratie in de bankensector. Alleen bij kleine banken kunnen er efficiencywinsten te boeken zijn in vorm van een consolidatie. Dat speelt bijvoorbeeld in landen met een geografisch versplinterd bankenlandschap.

1.5.2 Groei fintechsector positief, met risico bij sterke groei nieuwe bank

De komst van nieuwe fintechspelers lijkt vooralsnog in het voordeel van consumenten, als hun privacy maar voldoende gewaarborgd is. Onder de voorwaarde dat privacyrisico's zijn afgedekt, kunnen fintechtoetreders innovatie en concurrentie op de betaal-, spaar-, leen-, beleggings- en zelfs verzekeringsmarkt bevorderen. De introductie van de PSD2-wetgeving in Europa maakt het tegenwoordig zeker gemakkelijker voor nieuwe bedrijven om de betaalmarkt te betreden. Ook voor bestaande grote techbedrijven is het aantrekkelijk om in de traditionele arena van banken te stappen: data over bijvoorbeeld het betalingsverkeer van consumenten kan een aanvullende inkomstenbron voor hen vormen, en zonder *legacy* kunnen zij ook kwalitatief hoogwaardige producten leveren.⁶³ Deze big-tech-bedrijven hebben ook als competitief voordeel dat de consument hen al kent en tot op zekere hoogte vertrouwt. Aan de andere kant zijn er ook barrières, met name aan de reguleringskant: om een vergunning te krijgen voor een (elektronische) betaalinstelling is al behoorlijk veel expertise nodig.⁶⁴ Een bankvergunning is nog ingewikkelder. Het uitlenen aan consumenten, maar zeker aan bedrijven, is daarentegen aan minder regulering gebonden.

⁶¹ Zie ook dit DNB-rapport ([link](#)) en de kwartaalcijfers en jaarverslagen van ING ([link](#)), ABN Amro ([link](#)), Rabobank ([link](#)).

⁶² Zie bijvoorbeeld: Richard Davies en Belinda Tracey, Too Big to Be Efficient? The Impact of Implicit Subsidies on Estimates of Scale Economies for Banks, *Journal of Money, Credit and Banking* 46, nr. 51 (1 februari 2014): 219–53; Anat Admati en Martin Hellwig, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Economics Books (Princeton University Press, 2013).

⁶³ Zie BIS rapport, Frost et al (2019), BigTech and the changing structure of financial intermediation ([link](#)).

⁶⁴ Zie bijvoorbeeld het *Financieele Dagblad*, 10 april 2019, ([link](#)).

Er kan in potentie een financieel stabiliteitsrisico optreden als een nieuwe bank in een relatief korte periode een groot marktaandeel aan deposito's weet te bewerkstelligen. Een omgekeerde bankrun richting deze speler creëert dan tijdelijke problemen bij minder aantrekkelijke, bestaande banken en dit dient in ieder geval goed gemonitord te worden. De kans dat een nieuwe fintech- of big-tech-bank in Nederland in korte tijd heel veel spaarders aantrekt, lijkt klein, gezien de lage bereidheid van consumenten om van bank te wisselen, de relatieve gebruiksvriendelijkheid van Nederlandse bankenapps en de efficiëntie van het bestaande betalingsverkeer. Echter, dit beeld kan mogelijk wel omslaan. Ervaringen met fintech-spelers als Revolut in het VK en Bunq in Nederland laten zien dat deze in staat zijn om marktaandeel op de spaarmarkt te bemachtigen. Als in de toekomst nummerportabiliteit wordt ingevoerd, wat positief zou zijn omdat het de concurrentie tussen banken vergroot en mogelijk moral hazard verkleint, ontstaat waarschijnlijk in zijn algemeenheid een grotere bereidheid om van bank te wisselen. Een dergelijke introductie zou overigens gezien de financiële stabiliteitsrisico's wel goed begeleid moeten worden.

1.5.3 Cyberaanvallen op de financiële infrastructuur vormen permanent risico

Cyberaanvallen op de financiële infrastructuur kunnen zowel door particulieren als door staten worden uitgevoerd. Uit een enquête van het CBS blijkt dat bedrijven in de financiële sector ongeveer even vaak met een ICT-beveiligingsincident te maken hebben (37 procent) als bedrijven in de industrie (36 procent).⁶⁵ Op allestoringen.nl worden momenteel wekelijks grote storingen gemeld bij de grootbanken wat voor een deel aan aanvallen te wijten zal zijn.⁶⁶ Meestal zijn deze storingen overigens snel opgelost.

Het totale risico van disrupties in de financiële sector die uit cyberaanvallen voortvloeien, schatten wij even hoog in als vorig jaar. Vooral het betalingsverkeer blijft kwetsbaar. Aan de ene kant is er veel aandacht voor preventie via bijvoorbeeld het TIBER-netwerk van DNB (*Threat Intelligence Based Ethical Red Teaming*) en vergelijkbare initiatieven bij de ECB.⁶⁷ Aan de andere kant neemt het belang van digitaal betalingsverkeer alleen maar toe en wordt de economische impact van eventuele disrupties hiermee groter. Digitale onderbrekingen kunnen de financiële stabiliteit in gevaar brengen als consumenten of financiële partijen onderling het vertrouwen in digitaal betalen en sparen verliezen.

1.5.4 Integriteitsrisico's bij bedrijfsvoering banken zoals witwassen

Europabreed kwamen de afgelopen jaren meerdere overtredingen van de *anti-money laundering* (AML) regelgeving zoals de Nederlandse 'wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme' (wwft) aan het licht (o.a. bij Troika Dialog, Trasta Komerbanka, Danske Bank, Svedbank, Nordea, ING en recentelijk ook bij Deutsche Bank en fintech Revolut).⁶⁸ Risicofactoren bij een bank lijken onder andere een relatief hoge mate van buitenlandse rekeninghouders, en een relatief hoge mate van internationale transacties, vooral naar belastingparadijzen, al passeert lang niet al het verdachte geld landsgrenzen.

⁶⁵ Bron: CBS (2018), Cybersecuritymonitor ([link](#)).

⁶⁶ <https://www.allestoringen.nl/top10/>, laatst geraadpleegd 20 mei.

⁶⁷ Zie voor een overzicht van maatregelen op het gebied van cyberweerbaarheid naar het rapport van het Baselcomité (2018), Cyber-resilience: Range of practices ([link](#)).

⁶⁸ Zie dit rapport van transparency international ([link](#)) en het openbare ministerie ([link](#)).

Het afgelopen jaar bleek dat meerdere Nederlandse banken gebruikt zijn voor witwaspraktijken en dat bij veel Nederlandse banken tekortkomingen zijn geconstateerd in het tegengaan hiervan. Wellicht is Nederland relatief kwetsbaar voor witwasproblematiek gezien de grote sommen geld die via bijvoorbeeld trustkantoren het land inkomen en weer verlaten. ING Bank kwam zelfs tot een schikking van 775 miljoen euro, omdat het structureel te weinig moeite heeft gedaan om verdachte transacties te monitoren. Onlangs kreeg Triodos bank een waarschuwing van DNB om vergelijkbare redenen. De Nederlandse banken hebben daarnaast aangegeven dat zij extra personeel en middelen gaan inzetten op het integriteitsmanagement.⁶⁹

Witwasschandalen zijn niet alleen problematisch vanuit integriteitsoogpunt, maar kunnen ook financiële stabiliteitsproblemen veroorzaken. Het vertrouwen bij consumenten in de bankensector kan worden aangetast. Bovendien zijn grove overtredingen van anti-witwasregels aanleiding geweest om bankvergunningen in te trekken. De ECB heeft vanwege witwasproblemen het afgelopen jaar de vergunningen van de Letse bank ABLV, de Estse Versobank en de Malteser Pilatus bank ingetrokken.⁷⁰ In alle drie de gevallen waren Amerikaanse autoriteiten betrokken bij de detectie van problemen en bij ABLV werd zelfs de Amerikaanse vergunning als eerste ingetrokken. Als de bankvergunning van een grote Nederlandse bank, ook al is dat in de VS, plotseling niet meer geldig is, zou dit uiteraard verregaande gevolgen hebben. De kans hierop is wel beperkt.

Toezicht op witwaspraktijken bij Europese banken door de nationale toezichthouders schiet gezien het aantal incidenten op dit moment tekort. Toezicht van naleving van anti-witwasregels kan wellicht beter op Europees niveau geregeld worden. De aard van witwassen en terrorismefinanciering is vaak internationaal en internationale informatie-uitwisseling is daarmee cruciaal. Er is recentelijk wel overeengekomen dat de EBA wat meer verantwoordelijkheden krijgt, maar het leeuwendeel van het mandaat blijft bij de lidstaten. Dit levert risico's op, ook omdat de toezichthouders op meerdere facetten tegelijk moeten monitoren (met wellicht tegenstrijdige belangen). Er wordt wel gepleit (ook door ECB) voor een aparte Europese toezichthouder voor *anti money laundering* activiteiten. Dit is wellicht een interessante beleidsopitie.

1.5.5 Systemrisico's centrale tegenpartijen (CCP's) nog onvoldoende geadresseerd

Er kan op Europees niveau meer gedaan te worden om de systeemrisico's van CCP's in te perken. Bij faillissement van een CCP of bij betalingsproblemen bij een van de leden kunnen grote problemen ontstaan voor de financiële stabiliteit. Er is nog ruimte voor verbetering in de huidige Europese regelgeving. Het is in elk geval verstandig om het toezicht op Europees niveau te organiseren en een herstel- en afwikkelingsplan van CCP's op te stellen. Zie het speciale hoofdstuk bij deze risicorapportage voor een uitgebreide analyse over dit onderwerp.

⁶⁹ Zie het Financieele Dagblad, 14 februari 2019, Grootbanken zetten duizend man extra op witwaspreventie ([link](#)).

⁷⁰ Zie dit artikel ([link](#)).

2 Centrale Tegenpartijen (CCP's)

Lang niet iedereen is bekend met de afkorting CCP. In dit hoofdstuk leggen wij uit wat CCP's zijn, welke systeemrelevante rol zij op dit moment spelen en waarom het van belang is dat het beleid meer aandacht besteedt aan de risico's van CCP's.

Centrale tegenpartijen (central counter parties, ofwel CCP's) zijn grote systeemrelevante instellingen die een belangrijk deel van de wereldwijde effecten- en derivatentransacties afhandelen. CCP's wikkelen op dit moment alle effectentransacties en een groot deel van de derivatentransacties af. In 2017 ging dat om een totale waarde van 3.537.090 miljard dollar.⁷¹ De CCP-markt is grensoverschrijdend en sterk geconcentreerd. Zo hebben bijvoorbeeld vijf CCP's 99% van de markt in afwikkeling van derivaten die niet op de beurs verhandeld worden, in handen. Hiervan zijn er twee gevestigd in Londen, twee in de VS en één in Japan.⁷² Verder verbinden CCP's allerlei markten aan elkaar: Financiële instellingen maken gebruik van meerdere CCP's en zij zijn naast klant vaak ook de aandeelhouders van en dienstverleners aan die CCP's.

De systeemrelevantie van CCP's is in de afgelopen tien jaar toegenomen door de beleidsreactie in de nasleep van de crisis. In 2009 besloot de G20 namelijk dat derivaten zo veel mogelijk gestandaardiseerd moesten worden, zodat het mogelijk was om deze te laten afwickelen door CCP's. Vooral derivaten die niet op de beurs verhandeld werden, vormden tijdens de crisis namelijk een hoofdpijndossier. De markt was niet transparant en niemand wist wie, wat, aan wie moest betalen. De markten bevroren en de eerste crediteuren zagen jaren later pas geld.

Door de Brexit is er nieuw leven geblazen in de Europese discussie rondom Centrale Tegenpartijen. Circa 90% van de standaard eurorentederivaten wordt namelijk door één Londense CCP afgewikkeld: de LCH.⁷³ Door toezeggingen aan beide kanten van het kanaal zijn acute problemen bij een (*no deal*) Brexit gelukkig afgewend. Op de lange termijn is echter nog onduidelijk hoe de Europese Unie om wil gaan met deze essentiële financiële infrastructuur buiten de grenzen.

De nieuwe risico's die voortvloeien uit de Brexit en uit de systeemrelevantie van CCP's kunnen beter geadresseerd worden, al is de EU hard aan het werk om de gevolgen te beperken. Zo is er recentelijk nieuwe toezichtswetgeving aangenomen door het Europees Parlement. Hierin krijgt de *European Markets and Securities Authority* (ESMA) meer bevoegdheden voor toezicht op CCP's buiten de EU. Belangrijke vervolgstappen in het adresseren van risico's zijn: het verder internationaliseren van toezicht en het optuigen van bruikbare Europese regels voor de herstel- en afwikkeling van CCP's.

⁷¹ BIS: zie [link](#). BIS rapporteert niet van alle CCP's de waarde van de geclearde transacties.

⁷² Froukelien Wendt, *Central Counterparties: Addressing Their Too Important to Fail Nature*, 15–21 (International Monetary Fund, 2015).

⁷³ 'LCH Hits Swap Clearing Records amid Brexit Noise', *Reuters*, 8 January 2018. Zie: [link](#).

2.1 Derivaten, clearing en CCP's

Een centrale tegenpartij functioneert als tussenpersoon in de afwikkeling van de handel in effecten en gestandaardiseerde derivaten. CCP's leveren clearingdiensten (zie infographic) waarbij ze hun leden (*clearing members*) indekken tegen de gevolgen van het faillissement van hun tegenpartijen. In de praktijk zijn het voornamelijk banken die lid mogen worden van een CCP.⁷⁴ Andere instellingen die handelen in effecten of derivaten, zijn dan weer cliënt van een clearing member.

Bij centrale clearing neemt een centrale tegenpartij (CCP) alle verplichtingen uit het contract dat zij afwikkelt, over. Om dit te bewerkstelligen zijn er twee stappen nodig. Ten eerste worden alle originele contracten tussen twee handelende partijen nietig en worden nieuwe financiële contracten opgesteld tussen de CCP en haar leden. De CCP incasseert dan vervolgens meermaals per dag, in cash,⁷⁵ de netto waardeschommelingen van de contracten van verliezende partijen en betaalt deze uit aan de winnende partijen.⁷⁶ Verder, om ervan verzekerd te zijn dat de CCP kan uitbetalen bij faillissement van een van haar leden, zal de CCP haar leden vragen om onderpand beschikbaar te stellen. In het geval van faillissement wordt eerst het onderpand van het betrokken lid aangeslagen, daarna wat eigen vermogen van de CCP, waarna de resterende verliezen worden gedeeld tussen alle leden.⁷⁷

Alle effecten en op de beurs verhandelde derivaten worden via een centrale tegenpartij gecleared, maar voor onderhandse derivaten (*over-the-counter* ofwel OTC-derivaten) geldt dat nog niet.⁷⁸ Clearing hoeft namelijk niet centraal via een CCP plaats te vinden: twee partijen kunnen ook onderling de tegenpartijrisico's afdekken (bilateraal clearen). Bij onderhandse derivaten wordt 30% van de totale marktwaarde door CCP's afgewikkeld, de overige 70% wordt bilateraal gecleared.⁷⁹ Dit kan enerzijds omdat verschillende partijen uitgezonderd zijn van de centrale clearingverplichting. Zo is er in de EU een uitzondering voor pensioenfondsen en voor bedrijven die alleen derivaten aanhouden om hun bedrijfsrisico's af te dekken.⁸⁰ Anderzijds zijn er ook gecompliceerde en/ of bijzondere producten waarvoor het niet mogelijk is om via een CCP te clearen, simpelweg omdat de markt te klein en illiquide is.

De risico's die door CCP's worden afgedekt bij derivaten, zijn veel groter dan de risico's bij effecten. Het belangrijkste verschil tussen centrale clearing van effecten en centrale clearing van derivaten is de looptijd van de contracten. Effectentransacties – zoals de aan- of verkoop van aandelen en obligaties – zijn normaliter binnen enkele dagen afgewikkeld. Bij derivaten – zoals opties, swaps en termijncontracten – kan dit tot enkele decennia duren. Hierdoor hebben risico's langer de tijd om te materialiseren of te ontwikkelen.

⁷⁴ CCP's nemen vaak alleen clearing members aan die aan bepaalde verplichtingen voldoen, zoals: minimaal hoeveelheid beschikbaar kapitaal, voldoende toegang tot liquide middelen, hoge kredietrating, goede operationele infrastructuur e.d. CCP's bepalen deze eisen veelal zelf, al zijn er ook wat wettelijke minima of maxima aan verbonden.

⁷⁵ De betalingen moeten in cash omdat dit deelbaar is. Hierdoor kan de CCP andere bedragen innen van de ene partij dan dat zij uitbetaalt aan de andere. Bij bilaterale clearing kunnen deze betalingen wél in effecten, stukken of pandrechten plaatsvinden.

⁷⁶ De CCP loopt hierdoor zelf geen marktrisico. Zij heeft een *matched book*.

⁷⁷ Voor verdere informatie, zie box 'Verliesabsorptie door een CCP'.

⁷⁸ Dit zijn derivaten die tussen twee partijen worden gesloten en dus niet via een beurs.


⁷⁹ BIS: zie [link](#).

⁸⁰ Pensioenfondsen zijn voorlopig uitgezonderd omdat zij moeite hebben met het aanhouden van voldoende liquide middelen om aan hun (eenzijdige) margin calls te kunnen voldoen.

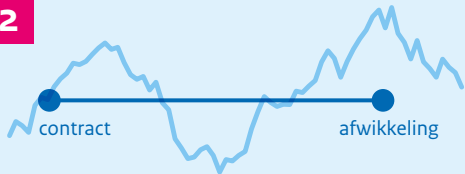
Clearing in een notendop

In 2017 werd ruim \$3.500.000 miljard aan effecten- en derivatencontracten gecleard. Een korte uitleg van deze vorm van risicobestrijding

1 Partij A koopt een financieel product tegen een bepaalde prijs; via een beurs of direct van partij B



2



In de periode tussen het afsluiten van het contract en de afwikkeling van de transactie lopen de koper en verkoper het risico dat een van beide failliet gaat

3



De overgebleven partij moet dan een nieuwe koper/verkoper zoeken tegen — hoogstwaarschijnlijk — een andere marktwaarde. Partijen zijn verplicht dit tegenpartijrisico af te dekken, dat kan door clearing

4 Clearing

Clearing zorgt ervoor dat bij een faillissement de overgebleven partij voor dezelfde inleg een nieuw contract kan sluiten. Dat kan op twee manieren, afhankelijk van het soort contract

Bilateraal

A + B

Partijen regelen clearing onderling

Centraal

A + CCP

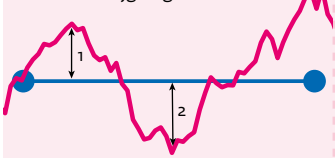
B + CCP

Partijen sluiten ieder een contract met een CCP. Deze centrale tegenpartij neemt de risico's over in ruil voor een fee

5 Tegenpartijrisico afdekken bij clearing

a) Waardeschommelingen
variatiemarge

Als de marktwaarde van het contract verandert voordat de transactie is afgerond, wordt het verschil bijgelegd



Als de waarde is gestegen (1) betaalt de verkoper, bij daling (2) betaalt de koper

A → CCP → B

Bij centrale clearing wordt de variatiemarge betaald aan, of ontvangen van de CCP

b) Onderpand
initiële marge

De partijen stellen onderpand beschikbaar zodat als ze failliet gaan, de tegenpartij de kosten kan dekken voor het afsluiten van een nieuw contract

A ↔ B

of

A → CCP ← B

Bij centrale clearing storten de partijen aanvullend onderpand in het reservefonds (default fund) van de CCP

c) Margin call: periodiek worden de variatie en initiële marge vastgesteld. Zonodig moeten partijen bijstorten: de margin call. Bij CCP's zijn deze meermaals per dag in cash of zeer liquide middelen. Bilateraal hebben partijen meer vrijheid om te bepalen hoeveel margin calls ze betalen, wanneer en hoe. Er gelden wel wettelijke minima

6 Nettering

Partijen kunnen ook alleen netto bedragen overmaken

	A	B	C	D
bilateraal bruto	5	20	9	3
	2	5	6	8
			2	7
bilateraal netto	3	15	3	5
centraal netto	12	13	1	0

© Centraal Planbureau, Den Haag 2019

2.2 De centrale clearingmarkt

Centrale clearing is een enorme markt. Zo was de totale waarde van alle derivaten- en effectentransacties die in 2017 centraal gecleard werden, minimaal 3.537.090 miljard dollar.⁸¹ Dit is 45 keer zo veel als wat er in 2017 op de effectenbeurzen werd verhandeld.⁸² Dit getal geeft vooral een indicatie van de liquiditeit van de producten die centraal gecleard worden. Het zegt echter weinig over de openstaande risico's bij CCP's omdat de turnover van sommige producten, zoals effecten, erg hoog is. Bovendien kunnen twee derivatentransacties elkaar qua risico's opheffen, terwijl ze wel beide in de statistieken worden meegeteld. Wat echter duidelijk is, is dat er veel geld door CCP's heen stroomt.

Helaas is het lastig om grip te krijgen op de precieze verdeling tussen de drie marktsegmenten binnen centrale clearing. CCP's clearen effecten, op de beurs verhandelde derivaten en gestandaardiseerde onderhandse derivaten. De grootte van de (centrale clearing) markt van deze producten wordt helaas in verschillende eenheden gerapporteerd door de Bank of International Settlements (BIS). Deze getallen kunnen niet zomaar bij elkaar worden opgeteld.

Van de geclearde producten is de derivatenmarkt het grootst. De turnover bij derivaten-CCP's is dan ook substantieel veel hoger dan bij effecten-CCP's.⁸³ Binnen de derivatenmarkt zijn derivaten met rente als onderliggend product veruit de grootste groep. Bij derivaten die op de beurs worden verhandeld, zijn 99,5% termijncontracten of opties op rentebetalingen, de rest zijn valutaderivaten.⁸⁴ Rentederivaten, voornamelijk renteswaps waarbij een vast rentetarief wordt geruild tegen een variabel rentetarief, maken 93% van de door CCP's afgewikkelde onderhandse derivatenhandel uit. Financiële partijen zoals hypotheekverstrekkers gebruiken deze om zich in te dekken tegen het risico van renteschommelingen. Kredietderivaten (voornamelijk *credit default swaps*: tegen een vaste premie of prijs uitbetaling in het geval van faillissement) vormen de tweede categorie, met 4%.⁸⁵

De mondiale centrale clearingmarkt is sterk geconcentreerd: zowel geografisch als in aantal instellingen. In zowel de VS als in het VK vindt een derde van de totale clearingactiviteiten plaats (figuur 2.1). Ook is het marktaandeel van de top 5 CCP's per productklasse erg groot, voornamelijk voor CCP's die onderhandse derivaten afwikkelen (tabel 2.1). De markt is zo geconcentreerd, omdat centrale clearing schaalvoordelen kent. Sommige producten kunnen wereldwijd dan ook maar bij één CCP gecleard worden.

⁸¹ BIS: zie [link](#). BIS rapporteert niet van alle CCP's de waarde van de geclearde transacties.

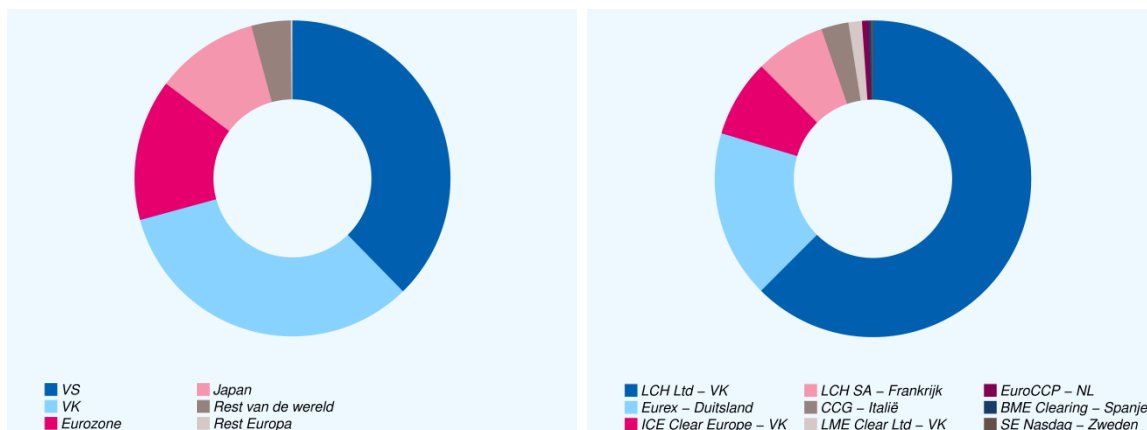
⁸² World Bank: zie [link](#).

⁸³ Wendt, *Central Counterparties*.

⁸⁴ Bis: zie [link](#). Stand eind december 2018 (gemeten in *open interest*).

⁸⁵ BIS: zie [link](#). Stand eind juni 2018 (gemeten in marktwaarde).

Figuur 2.1 De verdeling van de centraal geclarede transacties in 2017 naar locatie van clearing wereldwijd (links) en per CCP in de eurozone (rechts).⁸⁶



De EU heeft 16 CCP's waarvan de belangrijkste in Londen gevestigd zijn.⁸⁷ Ook in Europa is de centrale clearingmarkt sterk geconcentreerd (zie figuur 2.1). Het grootste deel van de clearingactiviteiten vindt plaats in het VK. Voor rentederivaten is de LCH in Londen verreweg de belangrijkste CCP in het eurogebied.⁸⁸ Het Londense ICE Clear Europe (dochteronderneming van het Amerikaanse concern International Exchange Group) cleart ook een grote range aan derivatenproducten: rente-, aandelen-, landbouw- en energiederivaten en Europese credit default swaps.

Binnen het Eurogebied zijn LCH SA (Parijs) en Eurex (Frankfurt) de belangrijkste CCP's.⁸⁹ LCH SA is voornamelijk actief in het afwickelen van Europese effectentransacties. Het Duitse Eurex cleart zowel effecten- als derivatenproducten. In Nederland zijn twee CCP's gevestigd: EuroCCP en ICE Clear Netherlands. EuroCCP wikkelt de effectentransacties van Scandinavische beurzen en een aantal andere Europese beurzen af. ICE Clear Netherlands cleart effectenderivaten.⁹⁰

Tabel 2.1 Marktaandeel top 5 CCP's per productklasse.⁹¹

	Onderhandse Derivaten	Beursderivaten	Effecten
Top 5 CCP's (gemeten in turnover)	LCH.Clearnet (VK) CME Group (VS) ICE Clear Credit (VS) JSCC (Japan) ICE Clear Europe (VK)	Options Clearing Corporation (VS) National Stock Exchange (India) CME (VS) Eurex (Duitsland) BM&FBOVESPA (Brazilië)	NSCC (VS) JSCC (Japan) SD&C (China) EuroCCP (Nederland) LCH.Clearnet (VK)
Marktaandeel (gemeten in turnover) van de top 5	>99%	59%	78%

⁸⁶ BIS: zie [link](#).

⁸⁷ Figuur 2.1.

⁸⁸ DNB, 'De CCP Als Spil in Het Financieel Stelsel' (DNB, 2018).

⁸⁹ Figuur 2.1.

⁹⁰ DNB, 'De CCP Als Spil in Het Financieel Stelsel'.

⁹¹ Wendt, *Central Counterparties*.

2.3 Voor- en nadelen van verplichte centrale clearing

Een aantal voordelen van centrale ten opzichte van bilaterale clearing is vrijwel onbetwist. Ten eerste, centrale clearing heeft een positief effect op de marktliquiditeit, ofwel het handelsvolume, omdat banken zich niet langer zorgen hoeven te maken over de kredietwaardigheid van de tegenpartij. Dit scheelt transactiekosten: banken hoeven tegenpartijen niet te screenen en in de gaten houden. Hierdoor zullen meer transacties plaatsvinden. Ook heeft de CCP veel meer mogelijkheden tot haar beschikking om het portfolio van het wanbetalend lid ordelijk te verkopen. De CCP kan bijvoorbeeld een commissie instellen om de risico's op zo'n portfolio af te dekken en een veiling organiseren waaraan haar leden meedoen. Dit alles gaat uiteraard lastiger op het moment dat een groep banken dat zelf zou moeten organiseren. Bovendien is het eenvoudiger toezicht te houden op een centrale tegenpartij dan op alle bilateraal geclearde transacties. Via een CCP zou de toezichthouder relatief gemakkelijk een indruk moeten kunnen krijgen van de over-en-weerblootstellingen van grote financiële partijen.⁹²

Er is ook een aantal nadelen van centrale clearing waar vrijwel geen discussie over is. Zo is de manier waarop om onderpand en liquiditeit wordt gevraagd door CCP's, procyclischer dan bij bilaterale clearing. Bij bilaterale clearing is er namelijk wat meer vrijheid om te bepalen hoe vaak en hoe er betaald wordt. Tussentijdse waardeschommelingen moeten bij de CCP in cash worden betaald, omdat dit zich gemakkelijk laat verdelen en uitbetalen. Staatsobligaties bijvoorbeeld zijn een stuk lastiger in stukjes te knippen. Bij bilaterale clearing worden tussentijdse betalingen ook wel in effecten en obligaties gedaan. De kans op *fire sales* om zo aan voldoende liquiditeit te komen, is dus bij centrale clearing hoger dan bij bilaterale clearing. Een ander nadeel van centrale clearing is moreel gevaar bij de clearing members. Centrale clearing werkt risicodelend en vermindert daarmee de negatieve effecten van onverstandige handelsbeslissingen voor individuele partijen. Clearing members nemen hierdoor wellicht grotere risico's. Zo maakt het, binnen het ledenbestand van de CCP, eigenlijk niet uit van welk ander lid of cliënt van een lid je een effect of derivaat koopt. De CCP garandeert namelijk altijd nakoming. Dit terwijl de originele tegenpartij bij contracten zoals credit default swaps belangrijk is voor risico's.⁹³

Er is ook een aantal factoren waarvan het nog onduidelijk is of ze in het voor- of nadeel van centrale clearing uitvallen.⁹⁴ Toezichthouders en de (Europese) wetgever noemen vaak transparantie, efficiëntie, kostenbesparing, anonimiteit en een kleiner tegenpartijrisico als voordelen van centrale clearing.⁹⁵ In de wetenschappelijke literatuur is er over deze, en andere, factoren nog discussie.⁹⁶

Het nut van CCP's in het snel afhandelen van faillissementen komt vooral naar voren in grote en liquide markten. Er moet nou eenmaal enige schaal bestaan wil het voor een CCP winstgevend zijn om dat product te clearen. Belangrijker nog is de liquiditeit in de markt: die is essentieel voor de prijsbepaling en dus voor het vaststellen van de hoogte van tussentijdse betalingen. Op hun beurt zorgen CCP's er ook voor dat de

⁹² Gregory, *Central Counterparties*.

⁹³ Gregory, *Central Counterparties*.

⁹⁴ Gregory, *Central Counterparties*.

⁹⁵ DNB, 'De CCP Als Spil in Het Financieel Systeem'.

⁹⁶ Voor verdere discussie zie: Jon Gregory, *Central Counterparties*, Darrell Duffie and Haoxiang Zhu, 'Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?', *The Review of Asset Pricing Studies* 1, no. 1 (2011): 74–95; Darrell Duffie, Martin Scheicher, and Guillaume Vuillemeij, 'Central Clearing and Collateral Demand', *Journal of Financial Economics* 116, no. 2 (2015): 237–256; Rama Cont and Thomas Kokholm, 'Central Clearing of OTC Derivatives: Bilateral vs Multilateral Netting', *Statistics & Risk Modeling* 31, no. 1 (2014): 3–22; Gregory, *Central Counterparties*; Yee Cheng Loon and Zhaodong Ken Zhong, 'The Impact of Central Clearing on Counterparty Risk, Liquidity, and Trading: Evidence from the Credit Default Swap Market', *Journal of Financial Economics* 112, no. 1 (2014): 91–115; Nicholas Vause, 'Counterparty Risk and Contract Volumes in the Credit Default Swap Market', *BIS Quarterly Review*, December, 2010; Christian Kubitzka, Loriana Pelizzon, and Mila Getmansky Sherman, 'The Pitfalls of Central Clearing in the Presence of Systematic Risk', 2018.

producten die ze afwikkelen meer liquide worden: financiële instellingen zijn vaker bereid er in te handelen. Men kan zich wel afvragen of de voordelen van centrale clearing zich ook vertalen naar producten met illiquide en kleine markten waar prijsbepaling en risicoschattingen veel lastiger zijn.

2.4 De financiële crisis en de verplichting tot centrale clearing

Tijdens de crisis bleek dat de afwikkeling van derivatenportfolio's van instellingen die in de problemen waren gekomen, veel soepeler ging als er een CCP bij betrokken was. Een goed voorbeeld hiervan was de derivatenportfolio van Lehman Brothers die 5% van de wereldwijde handel in derivaten bedroeg. Binnen enkele weken na het faillissement was er voor Lehman's tegenpartijen duidelijkheid over de via een CCP geclearde derivaten: voornamelijk rentederivaten. Daarentegen duurde het zeker vier jaar voor de eerste uitbetalingen op de bilateraal geclearde portfolio plaatsvonden.⁹⁷ Ook de situatie bij AIG was exemplarisch. Dit bedrijf gebruikte geen CCP voor zijn handel in zijn credit default swaps. Toen de crisis uitbrak, moest AIG een astronomisch bedrag aan waardeschommelingen en onderpand betalen aan haar tegenpartijen, waardoor een noodlening van \$85 miljard dollar van de Amerikaanse overheden nodig was.⁹⁸

Verliesabsorptie door een CCP

Om grote problemen te voorkomen hanteren CCP's een, deels bij wet geregeld, stappenplan om de gevolgen van een faillissement van hun leden te beperken: de risicowaterval. Dit is een volgorde van aan te spreken fondsen van zichzelf en hun leden, al dan niet van tevoren ingelegd. Deze volgorde is ontworpen om moreel gevaar bij de CCP en haar leden zo veel als mogelijk te beperken. De fondsen van het wanbetalend lid worden dan ook als eerste aangeslagen. Daarna is een gedeelte van het kapitaal van de CCP aan de beurt. In vergelijking met de andere reserves is dit een heel klein potje en bestaat het vooral als gering tegen moreel gevaar. Als laatste zijn de overige leden aan de beurt. Eerst wordt het kapitaal dat zij in de default fund hebben ingelegd aangeslagen, hun initiële marge blijft altijd buiten bereik van dit proces. Als ook dit onvoldoende is, kan de CCP overgaan op overige verlies delende maatregelen. De manier waarop dit gaat, staat in de reglementen van elke CCP.

Alvorens over te gaan op de risicowaterval, zal een derivaten-CCP het portfolio van het wanbetalend lid proberen te verkopen om zo van haar eigen betalingsverplichtingen af te komen. Deze verkoop start meestal met een veiling onder de overige leden van de CCP. Hoe deze veilingen gaan en of leden hieraan verplicht zijn mee te doen, is bij elke CCP anders. Verkoop kan tijd kosten, wat kan leiden tot liquiditeitsproblemen voor de CCP. Ook kan de verkoop onvoldoende opbrengen om de verplichtingen van de CCP te dekken. Gezien het feit dat het in het belang kan zijn van de overige leden om het portfolio zo goedkoop mogelijk over te nemen, is dat laatste niet onwaarschijnlijk.

⁹⁷ Jon Cunliffe, 'Central Clearing and Resolution-Learning Some of the Lessons of Lehman's', *Speech at the FIA International Derivatives Expo*, 2018, <https://www.bis.org/review/r180606c.htm>; Michael J. Fleming and Asani Sarkar, 'The Failure Resolution of Lehman Brothers', *Economic Policy Review*, Forthcoming, 2014.

⁹⁸ Gregory, *Central Counterparties*.

Als gevolg van dit soort ervaringen heeft de G20 in 2009 besloten dat derivaten zoveel mogelijk gestandaardiseerd moesten worden en is er voor gestandaardiseerde derivaten een verplichting tot centrale clearing ingesteld. Sinds 2012 bestaat er ook Europese wetgeving die de verplichting tot centrale clearing, normen voor bilaterale clearing en criteria voor CCP's regelt.⁹⁹

2.5 De systeemrelevantie van CCP's

In eerste instantie bestaan CCP's om besmetting van onrust via de effecten- en derivatenmarkten tegen te gaan. Risico is inherent aan het handelen op de financiële markten. We hebben tijdens de crisis gezien dat onrust bij één bank of verzekeraar zich heel snel kan verspreiden via de effecten- en derivatenmarkten naar andere instellingen over de hele wereld. Een CCP staat in het geval van het faillissement van een van haar leden garant voor wat er in de contracten met die partij is afgesproken. Als dit lukt, blijft een faillissement van een van haar leden een geïsoleerd evenement. Hiermee vermindert centrale clearing gedeeltelijk de systeemrisico's.

Als gevolg van hun centrale rol in de financiële markten, zijn CCP's echter zelf ook systeemrelevant en ontstaan er daardoor nieuwe risico's (zie box). Bijna iedereen die wil handelen in effecten en gestandaardiseerde derivaten, is namelijk volledig afhankelijk van CCP's. Een handvol CCP's bedienen de gehele mondiale clearingmarkt en zijn daarmee too-big-to-fail.¹⁰⁰ Zij zijn dan ook voor de meeste banken de belangrijkste tegenpartij. Bij het uitvallen van een van die CCP's kunnen veel partijen niet langer aan hun wettelijke clearingverplichting voldoen, dan wel geen beschikking hebben over de cashflow op hun derivaten. Dit kan een aanslag zijn op de financiële positie van clearing members.

Een mogelijke bron van systeemrisico bij een CCP is haar eigen faillissement vanwege bedrijfsmatige risico's. Voorbeelden van zulke risico's zijn fraude, verliezen bij het beleggen van het gestorte onderpand, cyberaanvallen en lange gerechtelijke procedures. Deze scenario's zouden kunnen leiden tot het faillissement van de CCP of tot een tijdelijke stop in de dienstverlening. Beide kunnen een aanslag zijn op de financiële positie van de clearing members en hun cliënten doordat de afwikkeling van hun effecten- en derivatencontracten niet meer gegarandeerd zijn. Dit risico is uniek aan de centrale clearingmarkt.

Ook zijn CCP's een doorgeefluik van marktstress. De transmissie kan via drie kanalen plaatsvinden: 1) het tijdens periodes van hoge marktvolatiliteit aantrekken van extra liquiditeit en kapitaal voor tussentijdse betalingen en reserves (ook de procycliciteit van *margin calls* genoemd), 2) het delen van de verliezen tussen de clearing members bij faillissement van een van de leden en 3) het faillissement van de CCP zelf als gevolg van het faillissement van een van de leden.

Deze kanalen zijn overigens niet uniek voor een centrale clearingmarkt. De eerste twee routes kunnen ook in een bilateraal geclearde markt of zelfs op een markt zonder clearing optreden. In het geval van bilaterale clearing zijn de tussentijdse betalingen ook hoger tijdens periodes van hoge marktvolatiliteit. Zonder clearing bestaat er dan wellicht geen liquiditeitsrisico maar heeft men weer direct last van het faillissement van de tegenpartij, waardoor een partij misschien eerder zelf in de problemen komt. Het verschil is wel dat bij centrale clearing gelijk heel veel partijen last hebben van het faillissement van een enkeling. Aan de andere kant is het wel gemakkelijker om grip te krijgen op de omvang van de verliezen.

⁹⁹ EMIR en de bijbehorende verordeningen en richtlijnen.

¹⁰⁰ Zie paragraaf o.

Langs de afgrond gescheerd

In de laatste paar jaar is het in de EU twee keer (bijna) misgegaan bij een CCP. Zo zorgde een individu er bij Nasdaq in Zweden voor dat bijna alle reserves nodig waren om de verliezen te dekken. Daarnaast zorgde de onverwachte uitslag van het Brexitreferendum voor enorme margin calls.¹

Voorbeeld 1: Nasdaq spreekt haar reserves aan om overeind te blijven (2018)

Op 10 september 2018 ging het mis bij Nasdaq Clearing AB in Zweden. Een individu, Einar Aas, had erop gegokt dat de Duitse en Nordische energieprijzen naar elkaar toe zouden groeien. Het tegenovergestelde gebeurde. De margin calls (tussentijdse betalingen en het bijstorten van onderpand) waren zo groot dat Aas daar niet aan kon voldoen. De margin calls (tussentijdse betalingen vanwege prijschommelingen en bij te storten onderpand) waren zo groot dat Aas daar niet aan kon voldoen.

De verliezen sletten flink in op de reserves van de CCP. Het ingelegde onderpand van Aas en de 'skin-in-the-game' van de CCP (7 miljoen euro) waren samen niet genoeg om de verliezen te dekken. Hierdoor verloren andere leden 100 miljoen euro van de in totaal door hen ingelegde 166 miljoen euro aan onderpand.

Voorbeeld 2: Grote margin calls na het Brexitreferendum (2016).

Door de onverwachte uitslag van het Brexitreferendum ontstonden er enorme marktfluctuaties in wisselkoersen en rentestanden op 24 juni 2016. De dagelijkse betalingen die de banken aan CCP's moesten voldoen, bedroegen hierdoor circa 27 miljard dollar in totaal, vijf keer zo veel als het gemiddelde in de twaalf maanden daarvoor. Gelukkig konden de banken dit dragen en heeft dit niet tot verdere besmetting op de markt geleid.

In de jaren tachtig zijn er drie derivaten-CCP's failliet gegaan: Caisse de Liquidation in Frankrijk, de Kuala Lumpur Clearing House en de CCP van de Hong Kong Futures Exchange. Deze faillissementen bleven niet zonder gevolgen: zoals het sluiten van beurzen, bail-outs en resolutie.

Voorbeeld 3: Faillissement Caisse de Liquidation (1974)

In 1974 kwam de Caisse de Liquidation de Affaires et Marchandises, de CCP van de Paris Commodity Exchange, in zwaar weer toen de suikerprijs instortte. Een van haar grootste leden had een enorm portfolio in suikertermijncontracten opgebouwd vanwege de enorme prijsstijging in suiker in het jaar ervoor. Toen de suikerprijs instortte heeft de CCP er niet voor gekozen om extra onderpand van dat lid te vragen uit angst dat zij dat toch niet zou kunnen betalen. Het gestorte onderpand was onvoldoende om de verliezen te dekken en kapitaal van de CCP zelf zou aangeslagen moeten worden.

Doordat er uitstel van betaling was en het lid geen extra onderpand hoefde te storten, konden de verliezen verder oplopen. Uiteindelijk resulteerde deze situatie in het faillissement van dat lid, het sluiten van de Paris Commodity Exchange en de noodzaak tot resolutie van de CCP zelf.

¹ Umar Faruqi, Wenqian Huang, and El\Hod Takáts, 'Clearing Risks in OTC Derivatives Markets: The CCP-Bank Nexus', *BIS Quarterly Review December*, 2018.

Een belangrijk verschil met de situatie van vóór de crisis is dat de procycliciteit van tussentijdse betalingen nu wettelijk is vastgelegd. Dit geldt zowel voor de hoogte van de tussentijdse betalingen als voor de hoeveelheid onderpand. Deze betalingen zijn namelijk gekoppeld aan de prijzen en de marktvolatiliteit en kunnen niet worden geschorst. Dit is anders dan de situatie vóór de crisis waarin het mogelijk was om uitstel van betaling te krijgen of de bedragen niet mee te laten stijgen met de volatiliteit.¹⁰¹ Ook moeten bij CCP's de tussentijdse betalingen in cash. Dit creëert een groter risico op *fire sales*, omdat leden van de CCP anders niet aan voldoende liquiditeit kunnen komen. Dus ook al blijven de leden en de CCP overeind, dan kunnen deze paniekverkopen grote verstoringen op de markt teweegbrengen.

Het volledig veilig maken van banken (de clearing members van de CCP) leidt er niet toe dat de systeemrisico's van CCP's volledig zijn opgelost. Wanneer een CCP omvalt door bedrijfsmatige risico's bijvoorbeeld, ontvangen de clearing members ineens geen cashflow meer op hun derivaten. Dit kan problemen voor de solvabiliteit en liquiditeit opleveren. Ook clearen leden voornamelijk voor hun cliënten en verzamelen ze in sommige gevallen van die cliënten geen onderpand. De dagelijkse betalingen halen ze dan direct bij hun cliënten op. Wanneer die cliënten in substantiële financiële problemen komen, zou het kunnen zijn dat de clearing member zelf ook niet acuut het geld tevoorschijn kan toveren.

2.6 Huidige en aankomende wetgeving & de beperkingen daarvan

Er zijn op Europees niveau regels waaraan een CCP moet voldoen om clearingdiensten te mogen leveren. Zo moeten ze een vergunning krijgen van de lokale toezichthouder. Net zoals bij banken bestaan er bovendien voor CCP's kapitaaleisen om hen te beschermen tegen markt- en bedrijfsrisico's. Verder bestaan er regels over hoeveel onderpand aangehouden moet worden op de geclearde transacties en hoe de tussentijdse betalingen uitgerekend moeten worden. In Nederland houden DNB en de AFM gezamenlijk toezicht op onze CCP's. Deze instanties zorgen ervoor dat de Europese regels door de Nederlandse CCP's ook worden nageleefd.

De EU is verdere stappen aan het zetten om de gevolgen van de systeemrelevantie van CCP's verder in te perken. Zo sloten het Europees Parlement en de Europese Raad in maart een politiek akkoord over nieuwe toezichtswetgeving.¹⁰² Hierin krijgt de *European Securities and Markets Authority* (ESMA) voornamelijk meer bevoegdheden voor toezicht op CCP's buiten de EU. Dit is gezien de Brexit erg belangrijk. Ook heeft de Commissie een voorstel ter optuiging van een herstel- en afwikkelingsraamwerk ingediend ter bespreking door de Europese Raad en het Europees Parlement. Hoewel een stap in de goede richting, zijn er meer mogelijkheden om de risico's van CCP's in te perken.

2.6.1 Toezicht

Momenteel ligt de toezichtsbevoegdheid van CCP's op nationaal niveau. De regels waaraan CCP's moeten voldoen, zijn Europees, maar de nationale toezichthouders controleren de naleving hiervan. In het toezicht is er een relatief kleine rol voor de EU. De belangrijke toezichtsbeslissingen worden genomen door het toezichtcollege van de CCP.¹⁰³ Hoewel ESMA deel uitmaakt van het toezichtcollege, heeft zij geen stemrecht. Wel voert ESMA stresstesten uit. Ook moeten de grote besluiten, zoals veranderingen in risicomodellen of het

¹⁰¹ Deze opties hebben overigens niet alleen maar voordelen. Hierdoor kunnen de verliezen ook juist weer verder opbouwen, omdat men ongestoord door kan blijven handelen.

¹⁰² European Council: zie [link](#).

¹⁰³ Dit college bestaat uit de nationale toezichthouders en de toezichthouders van de belangrijkste verwante instellingen.

verlenen of intrekken van vergunningen, worden voorgelegd aan ESMA. In de praktijk blijkt echter dat de mening van de nationale toezichthouders doorslaggevend is.

In het in maart afgesloten akkoord krijgt ESMA er wel bevoegdheden bij.¹⁰⁴ Zij mag nu onderzoeken starten naar het toezicht van nationale autoriteiten om te bepalen of dat conform de Europese regels is. Ook krijgt zij adviesrecht richting de nationale toezichthouder. Bij onenigheid tussen de nationale autoriteiten en ESMA, kan ESMA de beslissing van de nationale autoriteiten echter niet overrulen.¹⁰⁵

Echter, gezien de systeemrelevantie en het grensoverschrijdend karakter van CCP's is het verstandig om het toezicht op internationaal niveau te organiseren. Het niveau van de EU lijkt daarbij op dit moment het meest haalbaar. Nationale autoriteiten staan dicht op de lokale CCP's wat het risico creëert tot 'regulatory capture' of het willen voortrekken van de nationale markt. Bij systeemrelevante banken hebben we ook besloten dat het belang van Europa als geheel hierin te groot is om het toezicht volledig over te laten aan nationale autoriteiten.

2.6.2 Brexit

Londen is de belangrijkste hub voor de centrale clearing van derivaten in Europa. Zo cleart de LCH 90% van alle centraal geclearde euro renteswaps.¹⁰⁶ Ze is dan ook de belangrijkste tegenpartij voor ING, Rabobank, ABN Amro en voor veel andere Europese banken.

Acute problemen hoeven niet meer gevreesd te worden, ook niet bij een *no deal*/Brexit. Zowel de Britten als de EU hebben tijdelijke erkenning gegeven voor de CCP's aan de andere kant van het kanaal. Dit betekent dat in een transitieperiode na de Brexit de clearing gewoon kan plaatsvinden zoals dat nu ook gebeurt.

Bovendien krijgt ESMA door de recente wetwijziging extra toezichtsbevoegdheden voor systeemrelevante CCP's buiten de EU. Zo moeten systeemrelevante CCP's voldoen aan dezelfde prudentiële criteria als EU-CCP's. Ook dienen zij te beloven dat zij ESMA de nodige informatie verstrekken en toegang verlenen om inspecties ter plaatse uit te voeren. In het geval dat ESMA acht dat sommige clearing services van een dergelijke systeemrelevante aard zijn, kan zij er zelfs voor kiezen om erkenning van de CCP te weigeren. Als die CCP dan toch Europese producten zou willen afwickelen, dan zal zij zich in dat geval moeten vestigen binnen de grenzen van de EU.

Het is de vraag of het wenselijk is om CCP's die cruciaal zijn voor het clearen van euro-derivaten buiten de grenzen van de EU te hebben. Het is namelijk onduidelijk wie er in de praktijk zal moeten betalen als het misgaat bij een Britse CCP. Het is de vraag of de internationale of Britse belangen de besluitvorming dan zullen sturen bij een dreigende insolventie van een CCP. Dit kan invloed hebben hoe de verliezen verdeeld worden over de clearing members, en dus welk deel van de verliezen gedragen wordt door continentaal Europa. Anderzijds betekent fragmentatie van clearingactiviteiten het verlies van schaalvoordelen. De kosten van clearing zijn door het verlies van netteringsmogelijkheden substantieel hoger. Er moet op meerdere plekken onderpand worden aangehouden en het netto tegenpartijrisico is ook groter.¹⁰⁷

¹⁰⁴ European Council: zie [link](#).

¹⁰⁵ 'Recovery and Resolution of CCP's: Obsessing over Regulatory Symmetry?', Centre for European Policy Studies, 9 August 2018, [link](#).

¹⁰⁶ 'LCH Hits Swap Clearing Records amid Brexit Noise', *Reuters*, 8 January 2018. Zie: [link](#).

¹⁰⁷ Duffie and Zhu, 'Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?'

2.6.3 Herstel- en afwikkeling

Op dit moment is er op Europees niveau geen duidelijkheid over wat er kan en gaat gebeuren bij het dreigende faillissement van een CCP. Voor banken en verzekeraars bestaan tegenwoordig wettelijke kaders, herstel- en afwikkelingsraamwerken, die bepalen wat er gebeurt bij dreigende insolventie. Deze raamwerken schrijven voor hoe de verliezen verdeeld moeten worden en welke rol daar een overheid of centrale bank in nog moet of kan spelen.

De Commissie heeft een goede eerste stap gezet door een voorstel in te dienen om een herstel- en afwikkelingsraamwerk op te zetten voor CCP's. Het voorstel is nu dat alle lidstaten met CCP's een resolutieautoriteit dienen aan te wijzen dan wel op te richten.¹⁰⁸ Deze resolutieautoriteiten stellen dan per CCP een 'afwikkelingscollege' samen, bestaande uit vertegenwoordigers van de nationale resolutieautoriteiten, toezichthouders van clearing members en andere belangrijke verwante instellingen.¹⁰⁹ Wanneer een CCP in zwaar weer komt en al haar reserves heeft aangeslagen, kan dit resolutiecollege ingrijpen en beslissen hoe de overige verliezen worden verdeeld. Dit is een belangrijke vooruitgang. Namelijk, wanneer een CCP dit zelf zou mogen doen, zou zij wellicht al haar verliezen willen afwentelen op haar leden om zo zichzelf in leven te houden. Dit zou enorme gevolgen kunnen hebben voor de financiële stabiliteit.

In dit voorstel blijven de Europese bevoegdheden op dit gebied beperkt. Hoewel ESMA en de European Banking Authority (EBA) plaats mogen nemen in het afwikkelingscollege, hebben zij geen stemrechten. Gezien het grensoverschrijdende karakter van CCP's, het mogelijk verschil in belangen van de verschillende partijen en de noodzaak tot snel handelen in het geval van falen van de CCP, is dit huidige voorstel voorzichtig te noemen. Zo zouden de nationale vertegenwoordigers de verliezen mogelijk willen afwickelen op de buitenlandse clearing members,¹¹⁰ of koste wat kost haar eigen CCP overeind willen houden.

Bovendien voorziet het voorstel niet in een Europees vangnet wanneer een CCP failliet dreigt te gaan. In het voorstel wordt de toegang tot noodliquiditeit voor CCP's niet geharmoniseerd. Nu verschilt deze per CCP omdat sommige een bankvergunning hebben en andere niet:¹¹¹ wanneer een instelling in bezit is van een bankvergunning heeft zij toegang tot noodliquiditeit van de centrale bank.¹¹² Ook zijn het uiteindelijk waarschijnlijk de nationale overheden die de rekening betalen indien het echt misgaat bij een CCP. Dergelijke steun zou een grote aanslag zijn op het overheidsbudget van die overheid en het is twijfelachtig of alle lidstaten met CCP's dit zelf zouden kunnen betalen. Gezien het grensoverschrijdende karakter en de systeemrelevantie zou een Europees vangnet, zoals we dat bij banken ook kennen, toepasselijker zijn.

Het Commissievoorstel biedt ook geen duidelijkheid over verliesdeling op het moment dat de CCP failliet gaat vanwege bedrijfsmatige risico's (fraude, investeringsverliezen, juridische zaken e.d.). De meeste regels over de verliesdeling gaan over de situatie waarin de CCP in zwaar weer terecht is gekomen door het faillissement van een van haar leden. Het is aannemelijk dat clearing members er niet voor zullen willen betalen als de oorzaak van het faillissement ligt bij markt- en bedrijfsrisico's van de CCP.

¹⁰⁸ De instellingen die verantwoordelijk zijn voor de resolutie van de CCP. Dit zijn vaak andere instellingen dan de toezichthouders omdat de belangen tussen die twee anders zijn. Wanneer het toezicht en de resolutie wel onder één dak plaatsvinden, dan is dit altijd in andere delen van de organisatie.

¹⁰⁹ Zoals handelsplatformen waaraan de CCP is verbonden, andere CCP's waarmee die CCP interoperabiliteitsafspraken heeft, en eventuele centrale effectendepots. Ook kunnen er nog vertegenwoordigers van andere centrale banken in het college zitten in het geval dat de CCP veel producten cleart in die valuta.

¹¹⁰ Voor uitleg over de verliesafwikkeling van CCP's zie box 'verliesafwikkeling bij een CCP'.

¹¹¹ Binnen de eurozone hebben alleen de CCP's LCH SA (Frankrijk) en Eurex (Duitsland) een bankvergunning.

¹¹² Voor overige CCP's is het onduidelijk of zij toegang hebben tot noodliquiditeit. Mogelijk is er via een clause in de Target 2 regelgeving een weg te vinden, deze is echter nog nooit gebruikt.

Ook zijn de mogelijkheden die het Commissievoorstel aandraagt tot resolutie van de CCP, niet in alle gevallen realistisch. De aangedragen methodes voor overheveling van de cruciale functies van de CCP, wanneer deze failliet moet gaan, zijn bijvoorbeeld niet in alle gevallen toepasselijk. Om bij resolutie de cruciale functies over te hevelen naar een nieuwe of andere CCP, moeten deze cruciale functies gescheiden kunnen worden van de oorzaak van het faillissement. Bij banken worden de deposito's en het betalingsverkeer overgeheveld als de oorzaak van stress bijvoorbeeld risicovol investeringsgedrag was. De cruciale functie bij een CCP is echter haar risicomodel om de tussentijdse betalingen en het onderpand in te schatten. Als je dit bij een naderend faillissement overhevelt naar een nieuwe CCP, neem je dus een gebrekkig risicomodel mee. Voor resolutie van een CCP moeten dus andere oplossingen worden bedacht.¹¹³

2.6.4 Beperken onderlinge afhankelijkheid tussen CCP's en haar clearing members

Momenteel zijn de mogelijkheden tot dienstverlening van de leden van een CCP aan de CCP nauwelijks beperkt. Het is niet ongewoon dat clearing members dezelfde instanties zijn die een CCP voorzien van cruciale diensten zoals het investeren of bewaren van onderpand, het uitvoeren van tussentijdse betalingen, het leveren van liquiditeit en het voorzien van kredietlijnen. Dit veroorzaakt extra feedbackloops voor marktstress via de CCP. Bijvoorbeeld, als de clearing member die ook het onderpand heeft geïnvesteerd, in de problemen komt, dan kan de CCP moeilijk over haar onderpand beschikken.¹¹⁴ De enige beperking hierin die het Europees recht kent is dat individuele leden niet meer dan 25% van de kredietlijnen mogen verstrekken.

Om de feedbackloops via de dienstverlening aan de CCP te verkleinen zouden we kunnen nadenken over het beperken van dienstverlening van financiële instellingen aan de CCP waarvan ze lid zijn. Het beperken van deze financiële dienstverlening is echter niet eenvoudig. Zo heeft de LCH 157 clearing members.¹¹⁵ Het is de vraag of er überhaupt banken bestaan die geen clearing member van LCH zijn, maar die wel in staat zijn om LCH van dienst te zijn.

¹¹³ Mr Manmohan Singh and Dermot Turing, *Central Counterparties Resolution—An Unresolved Problem* (International Monetary Fund, 2018).

¹¹⁴ BCBS et al., 'Analysis of Central Clearing Interdependencies', 2017.

¹¹⁵ BIS: zie [link](#).

3 Een depositobank

Op dit moment bestaat er in Nederland geen depositobank. Dit is een bijna risicoloze bank, die zich alleen richt op het in bewaring nemen van spaartegoeden en het faciliteren van een betaalfunctie. De bank doet per definitie niet aan kredietverstrekking.

Een depositobank is een van de beleidsopties die in het publieke debat naar aanleiding van de financiële crisis te berde worden gebracht. Verschillende partijen streven met een depositobank meerdere, soms andere, doelen na, namelijk 1) het veiliger maken van sparen en betalen¹¹⁶, 2) het stabielere maken van het financiële stelsel, 3) het diverser maken van het bankenlandschap, en/of 4) het inperken van kredietverlening door commerciële banken en daarmee het beperken van geldschepping.¹¹⁷

Dat er sinds de financiële crisis een breed hervormingsprogramma is doorgevoerd om het financiële stelsel stabielere te maken,¹¹⁸ wil nog niet zeggen dat al deze doelen al volledig behaald zijn. In hoeverre een depositobank meerwaarde heeft hangt af van de variant die bestudeerd wordt, maar ook van de mate waarin men de diverse doelen nastreeft en de prijs die men hiervoor wil betalen. De focus ligt in deze analyse op de meerwaarde van een depositobank voor het betalen en sparen door consumenten, omdat zij over het algemeen minder geïnformeerd zijn over de risico's in het bancaire stelsel.¹¹⁹ Wij gaan niet in op mogelijkheden voor het bedrijfsleven: hoewel de dynamiek van bedrijfsbesparingen ook interessant is, vraagt dit verder onderzoek.

Het is niet eenvoudig een depositobank succesvol te introduceren onder de huidige EU regels. Voor het gros van de burgers zijn de deposito's verzekerd via het depositogarantiestelsel (DGS), een stelsel waar elke bank verplicht bij is aangesloten. Een private depositobank is waarschijnlijk alleen aantrekkelijk voor intrinsiek gemotiveerde klanten, want de spaarrente zal lager zijn dan bij een commerciële partij, terwijl de verzekering van het spaargeld niet substantieel beter is. De verplichte deelname aan het DGS maakt de depositobank bovendien niet immuun voor risico's elders in het stelsel. Een variant waarbij betalen en sparen zoveel mogelijk worden gesplitst blijft waarschijnlijk een niche product; de splitsing beperkt de deelname aan het DGS en dus het besmettingsgevaar, maar voor het overige gelden dezelfde overwegingen. Als niemand een private depositobank opricht, zou de overheid kunnen overwegen een publieke depositobank te starten.¹²⁰ Feit is dat de overheid kan besluiten tot deze variant, ongeacht de daadwerkelijke belangstelling van burgers. Wel zou aannemelijk moeten worden gemaakt dat de publieke depositobank een doelmatige bijdrage levert aan de realisatie van bovengenoemde publieke belangen. Opletpunt is ook het Europees mededingingsrecht.

Als meer radicale stappen gewenst zijn, is instemming op Europees niveau noodzakelijk. Als op EU-niveau wordt overgegaan tot afschaffing van het DGS om moral hazard bij commerciële banken te bestrijden, kan de depositobank zich ontpoppen tot de veilige haven waar veel consumenten hun geld stallen. Het veronderstelt wel dat in deze variant de afschaffing geloofwaardig wordt gevonden en overheden bij stress

¹¹⁶ Bijvoorbeeld Stichting Full Reserve.

¹¹⁷ Dit is het voornaamste speerpunt van burgerinitiatief Ons Geld.

¹¹⁸ Enerzijds worden banken strenger gereguleerd door hogere vereiste kapitaalbuffers, de invoering van een bonusplafond en het overgaan naar Europees banktoezicht. Anderzijds is er een grotere betrokkenheid van de overheid bij banken ontstaan – zoals door ingrijpen van de overheid bij SNS, ABN AMRO, ING en Aegon is gebeurd.

¹¹⁹ Dit voorstel wordt onder andere gedaan door Stichting Full Reserve.

¹²⁰ Een andere variant is het mogelijk maken voor klanten om bij het Rijk, via de schatkist, te bankieren. Er wordt echter met de schatkist bij commerciële banken gebankierd, waardoor deze variant minder in de buurt komt van de doelen van een depositobank. Deze variant is dan namelijk alsnog afhankelijk van commerciële banken. De voordelen ten opzichte van het huidige systeem van het DGS zijn dan beperkt.

niet, zoals in het verleden, alsnog tot compensatie van burgers overgaan. Een andere optie is *central bank digital currency* (CBDC), waarbij burgers kunnen bankieren bij de centrale bank.

Zonder nadere studie is het niet verstandig om verdere stappen te zetten. De introductie van een depositobank kan tot veiliger deposito's bij de instellingen in kwestie leiden en mogelijk tot minder moral hazard bij commerciële banken. Dit geldt a fortiori als het DGS wordt afgeschaft of *central bank digital currency* wordt geïntroduceerd. Het kan evenwel de instabiliteit van het stelsel en de EMU vergroten in tijden van stress. Nadere studie is ook noodzakelijk, alvorens de optie van een publieke depositobank toe te passen.

Tot slot is het belangrijk te beseffen dat zelfs een depositobank nog risico's met zich meeneemt. Operationele risico's zoals cyberaanvallen, fraude of witwassen kunnen zich ook bij een depositobank voordoen. Bovendien kan geld dat aangehouden wordt bij een centrale bank in een extreem scenario ook zijn waarde verliezen; in Nederland is dit haast onmogelijk maar elders in de wereld heeft dit zich wel voorgedaan. Naast een depositobank zijn er bovendien andere middelen om de eerder genoemde doelen te bereiken.¹²¹ Om de kredietverstrekking en daarmee de geldschepping door banken af te remmen bijvoorbeeld is het verder aanscherpen van de leverage ratio of van de loan-to-value (LTV) en/of loan-to-income (LTI) limieten waarschijnlijk wel zo doeltreffend.

3.1 De doelen van een depositobank

Een depositobank is een bijna risicoloze bank, die zich alleen richt op het in bewaring nemen van spaartegoeden en het faciliteren van een betaalfunctie. Die spaartegoeden worden dan direct bij de centrale bank gestald. Tabel 3.1 (rechts) laat een balans zien van een hypothetische depositobank, in vergelijking met een commerciële bank (ING, links). Het is de bedoeling dat klanten betalingen kunnen doen vanuit de depositobank, om zo sparen en betalen bij één veilige bank te organiseren. De bank heeft geen winstoogmerk, maar streeft naar kostendekking, waardoor de rente op (spaar-)deposito's momenteel nul of zelfs negatief zal zijn. Het doel is om de depositobank bijna risicoloos te maken. Een depositobank loopt zo geen kredietrisico en heeft toegang tot het betaalverkeer zonder tussenkomst van een partij met winstoogmerk. Er blijven nog wel risico's bestaan omdat een depositobank operationele risico's loopt, zoals bij witwassen en fraude.

Een doel van de depositobank is om spaartegoeden veilig te stellen. Een depositobank heeft op de passivazijde bijna uitsluitend spaartegoeden, naast het eigen vermogen van de bank. Door vooral direct bij de centrale bank spaartegoeden te stallen, zijn spaartegoeden voor een groot deel afgeschermd van kredietrisico's.¹²² Bestaande banken zetten spaartegoeden namelijk uit tegen financiële producten en leningen waar kredietrisico mee gemoeid is (zie activa bij ING). Voor het verkrijgen van een bankvergunning is het overigens momenteel wel een vereiste dat een bank uitzettingen doet, wat betekent dat ook de depositobank een klein portfolio van uitzettingen zal moeten aanhouden.¹²³

¹²¹ Zie bijvoorbeeld het WRR-rapport "Geld en schuld: De publieke rol van banken" ([link](#)).

¹²² De spaartegoeden worden dan gestald bij De Nederlandsche Bank (DNB) zoals nu banken tegoeden bij de centrale bank weg kunnen zetten. In dat geval zijn de uitzettingen van de depositobank afhankelijk van de (beperkte) risico's die een centrale bank met zich meeneemt. Voor een depositobank in Italië bijvoorbeeld kan een mogelijk vertrek van Italië uit de euro betekenen dat de posities van de depositobank ook aan waarde verliezen door een devaluatie van een nieuwe munt. Bij mogelijke problemen bij een van de centrale banken in het Eurosysteem kan de ECB wel als lender-of-last-resort functioneren.

¹²³ Zie de richtlijnen van DNB ([link](#)) aan de hand van de Wet op het financieel toezicht (Wft).

Tabel 11 Balans van ING (links) en een depositobank (rechts)

Balans ING (2018)			Balans Depositobank				
Activa		Passiva	Activa		Passiva		
Cash en rekening bij centrale bank	6%	4%	Deposito's van banken	Cash en rekening bij centrale bank	100%	95%	Deposito's van klanten
Leningen aan banken	3%		Deposito's van klanten, waarvan:			5%	Eigen vermogen
Financiële activa	17%	36%	- Spaartegoeden van consumenten				
Waardepapieren	5%	23%	- Tegoeden van klanten op de betaalrekening				
Leningen aan klanten	67%	4%	- Bedrijfsbesparingen				
Belastingclaims	0%	2%	- Overige deposito's				
Overige activa	2%	10%	Financiële verplichtingen				
		0%	Belastingverplichtingen				
		13%	Leningen en schuldbewijzen				
		2%	Overige verplichtingen				
		5%	Eigen vermogen				

Bron: 2018 jaarverslag ING, met bewerking door CPB.

Daarnaast beoogt de depositobank een alternatieve betaalmogelijkheid te bieden. Bij commerciële banken kan het betaalverkeer namelijk stil komen te liggen door de risico's die deze banken lopen op krediet en complexe financiële producten. De kans op stilvallen van het betaalverkeer is klein, ook omdat er met het resolutiemechanisme stappen zijn gezet om dit te voorkomen en omdat de overheid in extreme gevallen waarschijnlijk zal ingrijpen. Met een depositobank hebben consumenten een alternatieve bank via welke zij betalingen kunnen uitvoeren. Consumenten kunnen in tijden van stress ook andere commerciële banken hiervoor gebruiken, maar voorstanders van een depositobank willen niet afhankelijk zijn van commerciële banken voor veilig sparen en betalen.¹²⁴ Consumenten kunnen overigens niet rood staan bij een depositobank, omdat dat een vorm van kredietverlening is. Dit zal voor consumenten kunnen leiden tot beperkingen in de betaalmogelijkheden op de korte termijn. De depositobank maakt daarnaast nog steeds gebruik van het huidige betaalsysteem en blijft daarmee afhankelijk van andere partijen in het systeem zoals centrale banken.

Een mogelijk gevolg van een depositobank voor het financiële stelsel is dat er meer diversiteit in de bankensector ontstaat. Een van de voornaamste conclusies uit het WRR-rapport is dat de bankensector meer diversiteit nodig heeft om de sector robuuster te maken. De depositobank vormt in het WRR-rapport een van de mogelijkheden hiervoor, doordat zo een alternatief bedrijfsmodel in de markt komt. De bank moet dan wel voldoende levensvatbaar zijn en genoeg klanten aantrekken om daadwerkelijk tot meer diversiteit te leiden. Bij voldoende overstappers kan ook de huidige marktconcentratie afnemen. Op dit moment bezitten de vijf grootste banken ongeveer 85% van de totale bancaire activa in Nederland, en zijn de verschillende soorten banken substantieel afgenomen over de afgelopen decennia.¹²⁵

¹²⁴ Bijvoorbeeld Stichting Full Reserve

¹²⁵ Op basis van "Concentratie indicatoren Nederlandse bankpopulatie" ([link](#)) en het rapport 'Visie op de structuur van de Nederlandse bankensector' van DNB ([link](#)).

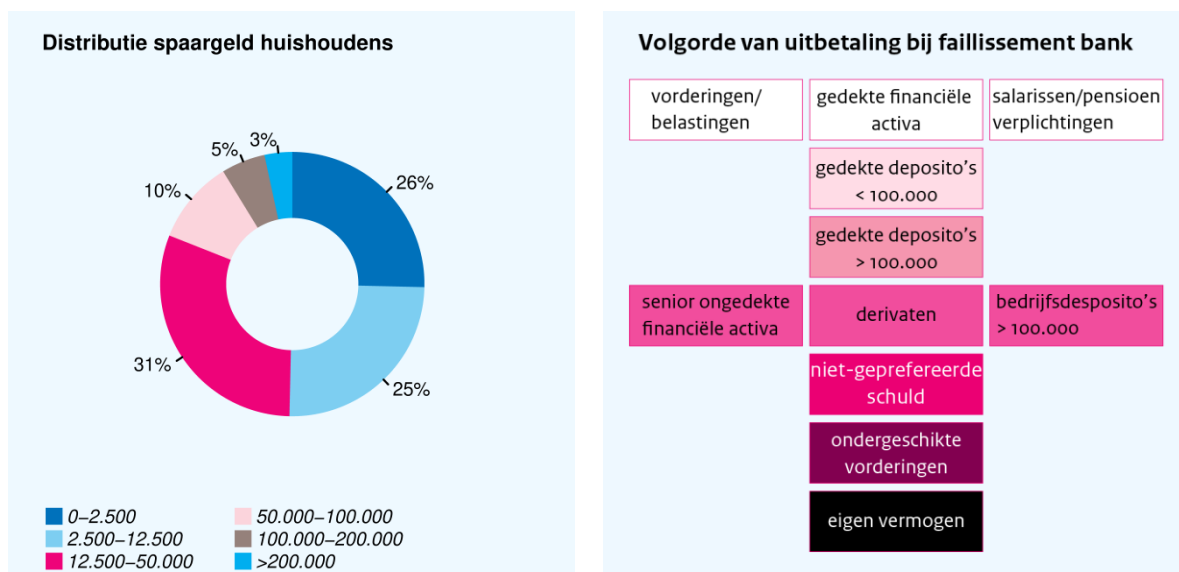
3.2 Veiligheid van sparen en betalen in het bestaande systeem

In het huidige systeem worden sparen en betalen veilig gesteld door het depositogarantiestelsel (DGS).

Spaartegoeden tot 100 duizend euro zijn beschermd door het depositogarantiestelsel (zie kader). In het geval van problemen bij een bank is er een garantie voor spaartegoeden tot 100 duizend euro per persoon per rekening. Het DGS is onderdeel van Europese richtlijnen¹²⁶ om bescherming van spaarders te versterken. Op dit moment heeft 91% van de Nederlandse huishoudens een spaartegoed van minder dan 100 duizend euro (figuur 3.1 links). Huishoudens die meer dan 100 duizend euro spaartegoed hebben, kunnen door rekeningen bij meerdere banken aan te houden, meer van hun spaargeld onder het DGS laten vallen. Ook als het huishouden uit meerdere rekeninghouders bestaat, is de garantie hoger. Dat betekent dat de spaartegoeden van het overgrote deel van de huishoudens veilig zijn bij een faillissement van een bank. Het DGS is echter niet gratis, het gaat namelijk wel gepaard met andere risico's en kosten voor het financiële systeem (zie kader).

Spaarders zijn een van de eersten die hun geld terug ontvangen bij een faillissement. In figuur 3.1 (rechts) is de volgorde te zien waarin schuldeisers geld terugkrijgen bij faillissement (senioriteit). Spaartegoeden die door het DGS gedekt zijn, maar ook spaartegoeden die niet door het DGS gedekt zijn, staan relatief hoog in de rij van schuldeisers. Bovenop de dekking door het DGS maakt deze structuur dat spaartegoeden een sterke bescherming genieten.

Figuur 3.1 Veiligheid van spaartegoeden door het depositogarantiestelsel en senioriteit



Bron: CBS (VEHTAB 2017).

Bron: DNB, met bewerking door CPB ([link](#)).

¹²⁶ Richtlijn 94/19/EG van het Europees Parlement inzake depositogarantiestelsels ([link](#)).

Het betaalsysteem in Nederland kent een hoge mate van efficiëntie.¹²⁷ Sinds 2014 is het Nederlandse betaalsysteem onderdeel geworden van de Europese Single Euro Payments Area (SEPA). Hiermee zijn transacties in euro's binnen de Europese Unie geharmoniseerd. Doordat veel van de geldtransacties via banken plaatsvinden, worden de transactiekosten gedrukt, zowel in termen van tijd (*instant payments*) als geld (lage kosten). Dit zorgt ervoor dat bij problemen van een van de spelers in het betaalsysteem, bijvoorbeeld een van de grote vijf banken, de transacties door andere partijen relatief snel kunnen worden overgenomen. Het is dan wel belangrijk om al een rekening bij een andere bank te hebben, of dat hiervoor op korte termijn wordt gezorgd.

DGS: wat is het en hoe werkt het?

Het depositogarantiestelsel (DGS) beschermt spaarders bij een faillissement van een bank. In geval van een faillissement is tot 100 duizend euro per rekeninghouder per bank gedekt binnen het DGS, met een terugbetalingstermijn van zeven dagen.^a Daarnaast dekt het DGS ook deposito's gerelateerd aan de aan/verkoop van de woning tot 500 duizend euro, voor een periode van drie maanden. Dit is een Europese richtlijn^b, die sinds 2007 opgenomen is onder de Wet op het financieel toezicht (Wft).^c Spaartegoeden die buiten het DGS vallen, lopen wel risico.

Banken vullen een fonds voor de garantstelling van deposito's. Dit fonds is onderdeel van de Europese richtlijnen die na de crisis zijn opgesteld voor het DGS. Mochten de activa van de bank in afwikkeling en het fonds ontoereikend zijn om de depositohouders terug te betalen, dan wordt dit later verhaald op de deelnemende banken. In de overbruggende periode, en ook indien de kosten te hoog zijn voor deelnemende banken, staat de overheid garant. De Europese richtlijn vereist dat elk DGS-fonds in 2024 minimaal 0,8% van de gedekte deposito's bevat. Op dit moment staat de teller voor Nederland op 0,2%.^d

Bij faillissement van een of meer van de Nederlandse grootbanken zouden de DGS-fondsen ontoereikend kunnen zijn. In het geval van een systeemcrisis is de dekking waarschijnlijk onvoldoende om weer toegang tot spaartegoeden binnen zeven dagen te bieden. Dan zou de overheid garant moeten staan.

Het DGS kan verstoringen veroorzaken doordat het moreel risico in de hand werkt. Een deel van de financiering door banken (spaarregio's) is met het DGS gedekt. Vanwege deze garanties hebben banken een voordeel, doordat zij zich goedkoop kunnen financieren met deposito's. In lijn hiermee kunnen consumenten door het DGS minder alert worden op de risico's bij banken, omdat de spaartegoeden toch wel gedekt zijn. Hierdoor kunnen banken extra risico's nemen.

a) Voor toelichting op het DGS, zie DNB-toelichting: [\(link\)](#).

b) Richtlijn 94/19/EG van het Europees Parlement inzake depositogarantiestelsels [\(link\)](#).

c) Zie de website van de Rijksoverheid voor informatie over de Wet op het financieel toezicht [\(link\)](#).

d) Voor de vulling van het DGS, zie DNB [\(link\)](#) of de richtlijnen van de Europese Autoriteit voor Banken [\(link\)](#).

¹²⁷ Zie bijvoorbeeld de Dutch Payment Association [\(link\)](#) en Nicole Jonker, 2013. "Social costs of POS payments in the Netherlands 2002-2012: Efficiency gains from increased debit card usage," DNB Occasional Studies 1102, Netherlands Central Bank, Research Department.

Het DGS beschermt ook het betaalsysteem in Nederland. Het grootste deel van het betaalverkeer is geregeld via commerciële banken.¹²⁸ Indien een of meerdere banken in de problemen komen, of failliet gaan, kan de toegang tot de rekeningen van klanten worden beperkt of volledig worden afgesloten. Om de gevolgen hiervan te beperken, is binnen de richtlijnen van het depositogarantiestelsel opgenomen dat klanten, van wie de spaartegoeden door het DGS zijn gedekt, binnen zeven dagen weer toegang moeten hebben tot hun geld. Dit maakt het ook mogelijk dat betalingen weer kunnen worden uitgevoerd binnen die termijn. Uiteraard ondervinden klanten wel grote hinder gedurende deze zeven dagen.

3.3 De voor- en nadelen van een depositobank: vier varianten

De meerwaarde van een depositobank voor consumenten hangt sterk af van de vormgeving van de bank en van het depositogarantiestelsel (DGS). Wij analyseren in deze paragraaf daarom de voor- en nadelen van drie private varianten van een depositobank en van een publieke variant.

1. Een private depositobank die *wel* meedoet aan het DGS;
2. Een private depositobank die *niet* meedoet aan het DGS;
3. Een publieke depositobank;
4. Een private depositobank, waarbij het DGS wordt afgebouwd.

Binnen de huidige juridische kaders is voor elke bankvergunning met deposito's deelname aan het DGS verplicht¹²⁹ en is een bankvergunning vereist voor toegang tot het Target2-betaalsysteem¹³⁰. In de eerste drie varianten gaan wij dan ook uit van de huidige EU wetgeving. De vierde variant vereist aanpassingen van de regelgeving - onder andere wat betreft het DGS - en vergen daarom afstemming op Europees niveau. De tweede variant behandelt de voorstellen van Stichting Full Reserve en Ons Geld, waarbij een private depositobank niet meedoet aan het DGS om niet garant te hoeven staan voor andere banken.

Wij behandelen deze vier opties omdat wij enerzijds aandacht willen geven aan de mogelijkheden buiten de bestaande kaders, maar anderzijds ook de haalbaarheid van varianten niet uit het oog willen verliezen. De private varianten verschillen in de verhouding van de depositobank met het DGS. Een publieke depositobank kan vormgegeven worden via een bank die volledig in handen is van de overheid of via individuele rekeningen bij de centrale bank (deze laatste optie behandelen wij pas in sectie 1.4).

Variant 1: Een private depositobank die wel meedoet aan het DGS

Het grootste voordeel van een depositobank die wel meedoet aan het depositogarantiestelsel is dat consumenten de keuze krijgen voor een eenvoudigere bank. Een depositobank is geschikt voor consumenten die de mogelijkheid willen hebben om over te stappen naar een bank waar geld vooral bij de centrale bank wordt gestald.¹³¹ Deze bank zou qua uitzettingen dan zelf bijna risicoloos zijn, maar loopt via het DGS nog wel risico voor de activiteiten van de andere deelnemende banken (zie kader over het depositogarantiestelsel). In deze variant biedt de depositobank weinig meerwaarde voor de veiligheid van spaartegoeden omdat deze al sterk geborgd zijn door het depositogarantiestelsel en door de senioriteit bij faillissement van een bank.

¹²⁸ Zie voor 2016 de eCommerce Payment Monitor van GfK ([link](#)) over het aandeel van banken in het betaalsysteem.

¹²⁹ Zie de richtlijnen van DNB ([link](#)) aan de hand van de Wet op het financieel toezicht (Wft).

¹³⁰ Zie DNB voor meer informatie over het Target2-systeem ([link](#)).

¹³¹ Om een bankvergunning te krijgen moet de depositobank momenteel ook een klein portfolio aan uitzettingen hebben.

Een depositobank binnen het DGS heeft toegang tot het Target2-betaalsysteem. Via dit betaalsysteem worden real-time transacties tussen banken geregeld, ook binnen de eurozone en andere deelnemende landen. Om gebruik te maken van het Target2-systeem is toegang nodig tot een account bij de centrale bank. In Europese regelgeving is vastgelegd dat alleen banken hier toegang toe hebben, wat voor een depositobank die meedoet met het DGS, dus ook het geval zou zijn.

Een depositobank binnen het DGS heeft beperkte meerwaarde voor de betaalmogelijkheden van consumenten. Bij problemen van een commerciële bank zouden consumenten een rekening bij de depositobank kunnen openen of hun bestaande rekening kunnen gebruiken om van daaruit betalingen te doen. Consumenten vrezen in tijden van stress namelijk dat zij niet meer bij hun geld kunnen zodat ze geen betalingen meer kunnen doen. Dit alternatief bestaat echter al in de vorm van andere commerciële banken al dan niet over de grens, zeker onder een DGS. Alleen in tijden van extreme stress, waarbij meerdere commerciële banken tegelijk in de problemen komen, biedt een veilige depositobank soelaas. In tijden van extreme stress kunnen problemen ontstaan met de poortwachtersfunctie van de depositobank omdat deze dan veel klanten tegelijk moet screenen. Er moeten in zo'n stress situatie wel genoeg consumenten en bedrijven overstappen om elkaar te kunnen blijven betalen. Als te weinig mensen overstappen dan werkt de back-up functie voor betalen via banken eigenlijk niet.

Het is maar de vraag hoeveel klanten bereid zijn om de relatief hoge prijs voor een rekening bij deze depositobank te betalen. De rente op spaartegoeden bij een depositobank zal in de regel lager liggen dan bij commerciële banken, omdat er geen kruissubsidiëring kan plaatsvinden met winstgevendende kredietverleningsactiviteiten.¹³² In de huidige lage -renteomgeving zal de rente zelfs negatief zijn, want banken betalen nu voor het wegzetten van geld bij de centrale bank 0,4% rente. Een depositobank maakt daarnaast ook operationele kosten. Denk hierbij aan de kosten voor personeel, IT-infrastructuur en huisvesting. Bovendien dient de bank bij te dragen aan het depositogarantiestelsel en die kosten moeten ook worden gedekt.

Het grootste nadeel van een depositobank is dat het systeem als geheel instabieler kan worden. Als consumenten vluchten naar een depositobank wanneer een commerciële bank dreigt om te vallen, dan komen de krediet- en betaalfuncties van de commerciële banken stil te liggen.¹³³ Commerciële banken verliezen dan namelijk een stabiele vorm van financiering, en het opvullen van dit gat in de financiering (of verkopen van activa) kan op korte termijn moeilijk zijn. Deze bank-runs maken het financiële systeem instabieler.¹³⁴ Om dit op te lossen, is het mogelijk om limieten te stellen aan de hoeveelheid geld die je naar een depositobank kan overschrijven in tijden van stress. De dreiging van bankruns kan in normale tijden daarentegen wel leiden tot een afname in het moreel risico van banken dat voortkomt uit garanties, bijvoorbeeld het DGS (zie kader). Banken kunnen ervoor kiezen om minder risico's te lopen om zo depositohouders te behouden, bijvoorbeeld door voorzichtiger te zijn met kredietverlening.

¹³² Zie bijvoorbeeld Wilko Bolt & David Humphrey, 2013. 'Competition in bank-provided payment services,' DNB Working Papers 401, Netherlands Central Bank, Research Department.

¹³³ Martinez Peria, M. S., & Schmukler, S. L. (2001). Do depositors punish banks for bad behavior? Market discipline, deposit insurance, and banking crises. *The journal of finance*, 56(3), 1029-1051. Karas, A., Pyle, W., & Schoors, K. (2013). Deposit insurance, banking crises, and market discipline: Evidence from a natural experiment on deposit flows and rates. *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(1), 179-200.

¹³⁴ Het WRR-rapport beargumenteert dat dit een indicatie is van de kwetsbaarheden van banken in het huidige financiële stelsel. Dit kan wijzen op de weeffouten in de bankensector, en hoeft zodoende minder te zeggen over de onwenselijkheid van een depositobank.

Een depositobank loopt, ook met DGS, nog steeds operationeel risico. De depositobank kan namelijk ten prooi vallen aan cyberaanvallen of kan worden gebruikt voor het plegen van fraude of witwassen. Enerzijds is het operationele risico bij een depositobank kleiner dan bij een commerciële bank door de simpele balans en beperkte activiteiten. Anderzijds is de relatieve impact van operationele risico's voor een depositobank waarschijnlijk hoger dan bij een commerciële bank, doordat een dergelijke bank geen tot beperkte financiële middelen heeft om bijvoorbeeld eventuele boetes voor witwassen te betalen.

Naar verwachting zullen te weinig consumenten overstappen naar de depositobank met DGS om een sterke disciplinerende werking te genereren. Als voldoende klanten overstappen wordt het morele risico van commerciële banken beperkt door de komst van een depositobank.¹³⁵ Doordat de spaartegoeden van huishoudens nu veelal gedekt zijn door expliciete (DGS) en impliciete (*too big to fail*, TBTF) overheidsgaranties, zijn consumenten namelijk minder kritisch op het beleid van banken.¹³⁶ Het nieuwe resolutieraamwerk tracht de impliciete garanties van *too-big-to-fail* al in te perken door een voorschrift over de afwikkeling van banken. Dit zou versterkt kunnen worden met de komst van een omvangrijke depositobank. Echter, de kans op massaal overstappen is klein.¹³⁷ Nederlandse consumenten blijken tot nu toe vooral over te stappen voor een hogere rente en in tijden van extreme stress.¹³⁸ Zelfs als het betaalpakket bij de eigen bank relatief duur is, stappen depositohouders niet snel over, voornamelijk omdat een aanzienlijk deel van de consumenten niet weet hoeveel zij voor de spaar- en betaalrekening betalen.¹³⁹ Wellicht dat (een kleine groep) vermogende particulieren (en bedrijven) wel een deel van de spaartegoeden bij een depositobank zullen stallen voor diversificatiedoelinden. In het buitenland blijkt er over het algemeen weinig vraag naar een veilige depositobank (zie kader).

Variant 2: Een private depositobank die niet meedoet aan het DGS

Indien de depositobank niet mee hoeft te doen aan het DGS, loopt ze geen risico bij een mogelijk faillissement van andere banken. De depositobank zelf loopt vrijwel geen kredietrisico en daardoor is er geen behoefte aan deelname aan het DGS. Wat overblijft, zijn de operationele risico's van een depositobank. Zonder DGS is daar geen vangnet meer voor via de risicodeling met andere banken. Dit betekent dat consumenten geen recht meer hebben op de terugbetaling van spaartegoeden vanuit het DGS zodra het fout gaat bij een depositobank. De depositobank zou dit risico wel met individuele verzekeringen kunnen afdekken. Doordat de andere commerciële banken nog wel aan het DGS meedoen, zijn er weinig prikkels voor consumenten om naar een depositobank over te stappen. Zij zijn immers voor sparen en betalen al veilig gesteld door het DGS.

¹³⁵ Gropp, R., & Vesala, J. (2004). Deposit insurance, moral hazard and market monitoring. *Review of Finance*, 8(4), 571-602.

¹³⁶ Berger, A. N., & Turk-Ariss, R. (2015). Do depositors discipline banks and did government actions during the recent crisis reduce this discipline? An international perspective. *Journal of Financial Services Research*, 48(2), 103-126. Arnold, E. A., Gröbl, I., & Koziol, P. (2016). Market discipline across bank governance models: Empirical evidence from German depositors. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 126-138. Chesini, G., & Giaretta, E. (2017). Depositor discipline for better or for worse. What enhanced depositors' confidence on the banking system in the last ten years?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 51, 209-227.

¹³⁷ Zie bijvoorbeeld het WRR-rapport en Buitink en Van der Linde (ESB 2018, [link](#)).

¹³⁸ Zie bijvoorbeeld Gerritsen, D.F. and Bikker, J. A. and Brandsen, M., Bank Switching and Deposit Rates: Evidence for Crisis and Non-Crisis Years (2017). De Nederlandsche Bank Working Paper No. 552. Gerritsen, D. F., & Bikker, J. A. (2018). Bank Switching and Interest Rates: Examining Annual Transfers Between Savings Accounts. *Journal of Financial Services Research*, 1-21. En het onderzoek in 2014 door de Autoriteit Consument en Markt ([link](#)).

¹³⁹ Van der Cruysen, C., & Diepstraten, M. (2017). Banking Products: You Can Take Them with You, So Why Don't You?. *Journal of Financial Services Research*, 52(1-2), 123-154.

Ervaringen met veilige banken

Er zijn verschillende voorbeelden in zowel binnen- als buitenland waarbij banken beperkte kredietrisico's nemen. Deze voorbeelden die in meer of mindere mate gelijkenis vertonen met een depositobank, zie tabel, zijn tot nu toe geen doorslaand succes.

Spaarbanken zijn geen vrijwaring voor risico's. Spaarbanken zijn in de 18^e eeuw in Europa ontstaan met het doel om toegang te bieden aan burgers tot sparen en bankdiensten. Ze hadden wel beperkingen aan de kredietverlening. Een voorbeeld hiervan zijn Duitse Sparkasse banken waar de länders gedeeltelijk eigenaar van zijn. Deze banken zouden hun focus horen te leggen op hun eigen regio. Er zijn echter grote problemen geweest met deze banken tijdens de financiële crisis, door grote risico's binnen de leningenportefeuille (ook in het buitenland) en lage provisies.

Andere voorbeelden laten zien dat er weinig vraag is naar veiligere banken. In het Verenigd Koninkrijk bestaat de National Savings & Investments bank sinds 1861. Hierbij kunnen consumenten direct lenen aan de overheid (bijvoorbeeld via overheidsobligaties). De spaartegoeden bij deze bank van zowel bedrijven als consumenten (157 miljard pond eind 2018^a) zijn klein ten opzicht van de totale spaartegoeden van de private sector in het VK (2328 miljard pond). Een ander voorbeeld is de Safe Deposit Bank of Norway die zich richt op professionele beleggers en waar geld wordt gestald bij de centrale bank. Deze bank doet mee aan het nationale depositogarantiestelsel en heeft toegang tot het Target2-betalingsstelsel. De omvang van deze bank is in termen van totale activa (50 miljoen kronen, q3 2018) klein, alleen al ten opzichte van de gedekte deposito's door het DGS van 1245 miljard kronen (EBA, [link](#)).

Digitale banken met enige beperkingen zijn in opkomst. De opkomst van digitale banken biedt consumenten meer keuzevrijheden tot online spaar- en betaalmogelijkheden. Zo werkt bijvoorbeeld BunQ in Nederland aan het faciliteren van een online spaar- en betaaldienst waar de klant zelf kan kiezen waar de spaartegoeden in worden geïnvesteerd. BunQ doet wel mee aan het DGS, waardoor spaartegoeden worden gedekt. Andere vergelijkbare voorbeelden in het VK zijn bijvoorbeeld Monzo en Starling, en het Duitse N26. Bij deze voorbeelden van digitale banken hebben consumenten meer keuzevrijheid waarin spaartegoeden worden geïnvesteerd. De veiligheid van deze banken ligt dus deels in handen van de consument.

Varianten van banken met beperkingen in de activa

Varianten van een veilige optie tot sparen	Sparen	Betalen	Beperkingen activazijde	Winst-oogmerk	Doet mee aan DGS
Depositobank (variant 1)	✓	✓	✓	?	✓
Geldmarktfonds i.c.m. betaalbank ^b	✓	✓	✓	?	?
Sparkasse variant	✓	✓	✓	?	✓
BunQ variant	✓	✓		✓	✓
Rekening bij de centrale bank (CBDC) ^c	✓	?	✓ volledig		

Notitie: Vraagtekens geven aan dat invulling van de categorieën afhangt van de restricties die zouden worden opgelegd.

a) Dit is een bovengrens, want onder dit bedrag kunnen ook nog spaartegoeden van professionele investeerders vallen die onder eigen naam investeren of buitenlandse partijen met een rekening bij een Engelse bank. Het daadwerkelijke bedrag dat kan worden toegewezen aan spaartegoeden van consumenten zal lager liggen.

b) Zie de toelichting op het voorstel van DNB in variant 2 in paragraaf 1.3 om een geldmarktfonds op te richten in combinatie met een betaalbank.

In het huidige juridische kader is deze variant niet haalbaar. De Nederlandsche Bank (DNB) is tot de conclusie gekomen dat er geen bankvergunning verleend kan worden als de depositobank geen uitzettingen heeft en niet meedoet aan het DGS - dit moet van Europese richtlijnen.¹⁴⁰ Een depositobank zou dus ook moeten deelnemen aan het depositogarantiestelsel om deposito's te dekken, en uitzettingen moeten doen om een bankvergunning te verkrijgen. Voor instellingen die geen directe toegang hebben tot het Target2-systeem is het nog wel mogelijk om via de deelnemende banken transacties te voltooien. In dat geval is de depositobank echter nog steeds afhankelijk van commerciële banken voor het uitvoeren van betalingen, en daarmee lopen haar betalingen risico als een dergelijke commerciële bank in de problemen komt.

Een andere mogelijkheid die is onderzocht door DNB, is een combinatie van een private bank met een beperkte bankvergunning en een geldmarktfonds onder beheer van de bank.¹⁴¹ Dit kan een alternatief zijn voor veilig sparen, maar dan wordt de betaalfunctie wel gedeeltelijk gescheiden van sparen. Geld dat niet wordt gebruikt voor betalingen, kan dan worden uitgezet bij het geldmarktfonds, dat vervolgens het geld aanhoudt bij de centrale bank. Door het afscheiden van geldmiddelen bij de bank met beperkte bankvergunning, zouden de bijdragen aan het DGS door de bank worden beperkt (er staan immers weinig tegoeden bij deze betaalbank, die staan voor het grootste deel bij het geldmarktfonds). Deze optie is mogelijk binnen de huidige wet- en regelgeving, maar is vooralsnog niet ontwikkeld. Voorstanders van een depositobank zien dit niet als een adequate oplossing omdat sparen en betalen bij deze vorm van een depositobank van elkaar worden gescheiden, en er nog beperkt moet worden bijgedragen aan het DGS.

Variant 3: Een publieke depositobank

Bij een publieke depositobank creëert de overheid expliciet een optie voor veilig sparen en betalen. In de voorgaande varianten zijn wij uitgegaan van een private invulling van de depositobank. Een private invulling heeft in principe voordelen in vergelijking met een publieke variant, vanwege sterkere prikkels om te innoveren en kosten te besparen¹⁴². Deze private initiatieven blijven vooralsnog uit. Dat kan bijvoorbeeld komen door de beperkte vraag naar een depositobank in de huidige context, door de hoge startup kosten of door de huidige juridische kaders. De overheid kan er echter ook zelf voor kiezen om een depositobank op te richten. Waarschijnlijk zal deze bank nog wel aan het DGS mee moeten doen, om risico's met andere banken te delen in plaats van volledig bij de overheid neer te leggen. Sommigen noemen voor deze optie ook de mogelijkheden met de Volksbank (zie paragraaf 1.5).

Publieke investeringen in een depositobank kunnen echter binnen de huidige wetgeving en kaders worden beoordeeld als oneerlijke concurrentie ten opzichte van commerciële banken. Private instellingen moeten dan concurreren met een impliciet 'gesubsidieerde'¹⁴³ publieke instelling. Dit staat op gespannen voet met Nederlandse wetgeving en Europese kaders. Er kan in theorie ook belangenverstrengeling optreden, mocht de bank in problemen komen door operationele risico's.¹⁴⁴ Hierbij zou de overheid mogelijk de publieke depositobank kunnen bevoordelen. Daar zijn echter wel richtlijnen voor opgesteld

¹⁴⁰ Zie Kamerstuk over de Toekomst financiële sector ([link](#)) en de beantwoording van minister Dijsselbloem ten gevolge van het Kamerstuk ([link](#)).

¹⁴¹ Een geldmarktfonds is een financiële instelling waar kan worden vastgelegd in welke activa de instelling wel/niet mag investeren. Voor meer informatie over hoe een geldmarktfonds werkt, zie bijvoorbeeld de Autoriteit Financiële Markten ([link](#)) of de Europese Raad van de Europese Unie ([link](#)).

¹⁴² Cornett, M. M., Guo, L., Khaksari, S., & Tehranian, H. (2010). The impact of state ownership on performance differences in privately-owned versus state-owned banks: An international comparison. *Journal of Financial Intermediation*, 19(1), 74-94.

¹⁴³ Een geringe vergoeding voor eigen vermogen correspondeert met het beperkte risico van de instelling. Weinig risico, weinig rendement. Een zuivere depositobank trekt geen leningen aan en profiteert daarmee niet van lagere tarieven als gevolg van de impliciete overheidsgarantie via aandeelhouderschap. Een structureel verlieslatende bank roept wel vragen op.

¹⁴⁴ Zie bijvoorbeeld Iannotta, G., Nocera, G., & Sironi, A. (2013). The impact of government ownership on bank risk. *Journal of Financial Intermediation*, 22(2), 152-176. En "Staatsbank Is Geen Oplossing," fd.nl, blog, ([link](#)) en Resilience.org ([link](#))

in de staatssteunkaders van de Europese Commissie.¹⁴⁵ Anders dan een standaard staatsbank zal een zuivere depositobank geen druk ervaren om leningen te verstrekken aan partijen die onvoldoende kredietwaardig zijn.

In het huidige systeem, waarin de publieke depositobank meedoet aan het DGS, is er weinig meerwaarde voor veilig sparen en betalen. In dit geval is de publieke depositobank vergelijkbaar met de private invulling, zoals beschreven in variant 1. Anders dan de private invulling, vraagt een publieke invulling een politiek besluit. Bij voldoende politiek draagvlak wordt de depositobank een feit. Een mogelijk voordeel ten opzichte van een private invulling is dat de maatschappelijke belangen, bijvoorbeeld veiligheid tegen een betaalbare prijs, daarmee beter gewaarborgd kunnen worden. Echter zou het ten koste kunnen gaan van de drang om te innoveren en kostenbesparingen in bijvoorbeeld het betalingsverkeer.

Om de meerwaarde van een publieke depositobank voor het financiële stelsel goed te kunnen beoordelen is meer informatie nodig. De economische levensvatbaarheid van de bank moet worden gezien. Is er voldoende vraag om een gezonde bank op te richten? Kan de overheid als *launching customer* een rol spelen? Leidt een dergelijke bank tot minder innovatie en kostenbesparing of zou het de vruchten plukken van een gebrek aan legacy-problemen? Is een dergelijke bank juridisch haalbaar binnen het Eurosysteem? In welke mate kan een publieke depositobank destabiliserend werken in stress situaties? Maar ook, in welke mate kan de aanwezigheid van een publieke depositobank via een verwachtingseffect het gedrag van andere banken beïnvloeden (moral hazard als gevolg van DGS en too-big-to-fail)? Gezien de mogelijk grote impact op het financiële stelsel is het nodig om een nadere analyse uit te voeren met een afweging van de voor- en nadelen.

Variant 4: Een private depositobank, waarbij het DGS wordt afgebouwd

Het afschaffen van de garanties voor commerciële banken vergroot de meerwaarde van een depositobank. In het bestaande systeem met expliciete en impliciete garanties is de behoefte aan een depositobank beperkt, doordat er weinig prikkels zijn voor consumenten om een veilige optie voor spaartegoeden te zoeken. Indien de expliciete garantie van een DGS volledig zou worden afgeschaft,¹⁴⁶ dan kan er meer vraag naar een depositobank ontstaan. In dit geval zijn sparen en betalen bij commerciële banken namelijk minder veilig, waardoor consumenten sneller de keuze kunnen maken om over te stappen naar een veiligere depositobank. In deze variant, en met het nieuwe resolutieraamwerk¹⁴⁷, zouden overheden commerciële banken dan sneller failliet kunnen laten gaan. Er zal wel extra aandacht moeten worden besteed aan het goed informeren van klanten over de risico's die spaarders dan bij commerciële banken lopen. Het is voor de gemiddelde rekeninghouder niet eenvoudig om zich hier een beeld van te vormen en daar ook naar te handelen.

Afschaffing van het DGS is alleen niet waarschijnlijk. Het afschaffen of afbouwen van het depositogarantiestelsel vereist expliciete afstemming op Europees niveau, omdat het DGS noodzakelijk is om via het Target2-betaalsysteem betalingen binnen de deelnemende landen te kunnen doen. Het is politiek niet eenvoudig om consumentengaranties weer af te nemen. En consumenten lopen dan weer risico's met spaartegoeden die zij bij commerciële banken aanhouden. Daarnaast is een Europees depositogarantiesysteem juist belangrijk voor de voltooiing van de bankenunie.¹⁴⁸ Een geloofwaardige

¹⁴⁵ Zie de staatssteunkaders van de Europese Commissie ([link](#)).

¹⁴⁶ Een ander alternatief is het inbouwen van een vorm van 'eigen risico' in het DGS, waarbij tot een x-bedrag niet meer garant wordt gesteld. Hierdoor zou de rol van een depositobank vergelijkbaar worden vergroot. Echter juist voor de meest kwetsbare, en vaak minder geïnformeerde, groep met weinig spaargeld kan dit grote gevolgen hebben.

¹⁴⁷ De procedures voor een mogelijke afwikkeling van banken is vastgelegd in het Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) van de Europese Commissie ([link](#)).

¹⁴⁸ Zie bijvoorbeeld het hoofdstuk 'Naar een bankenunie voor de EMU: drie scenario's' in de Risicorapportage Financiële Markten 2018.

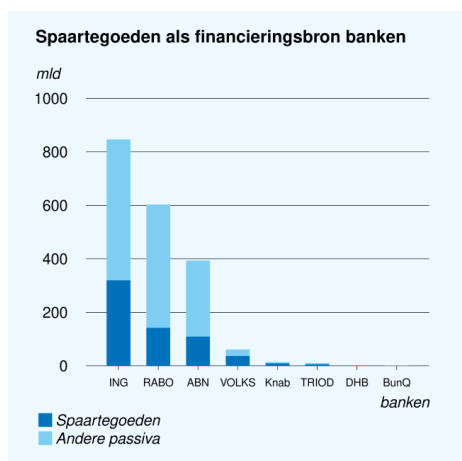
afschaffing van het DGS is bovendien niet eenvoudig. Bij de meest recente incidenten is de dekking van het depositogarantiestelsel vaak zelfs uitgebreid.¹⁴⁹

Als het DGS wel geloofwaardig wordt afgebouwd heeft de komst van een depositobank een disciplinerende werking op commerciële banken. Doordat consumenten een relevante optie krijgen om over te stappen naar een veiliger alternatief komt er meer diversiteit in de bankensector. Dit kan ervoor zorgen dat banken hun portfolio's of rentetarieven aanpassen om depositohouders te behouden en daarmee moreel risico te beperken. Ook (professionele) beleggers gaan door de afbouw van expliciete garanties banken beter monitoren, waardoor er minder kans is op een crisis en een betere beprijzing van risico's.

Het afschaffen van het DGS leidt tot het afnemen van garanties van consumenten en vergroot de kans op bankruns. Klanten zullen in deze variant in tijden van stress eerder overstappen naar een andere bank (of cash geld opnemen) om spaartegoeden veilig te stellen. Net als in de private variant zonder deelname aan het DGS (variant 2) zou er geen vangnet meer zijn dat risico's deelt met andere banken. Deze risico's kunnen voor spaarders juist nog groter zijn, omdat er dan geen garantie tot terugbetaling van spaartegoeden meer is via het DGS. In dit geval moet de centrale bank of de overheid een nog grotere rol spelen om de stabiliteit van het financiële stelsel te beschermen.

Spaartegoeden vormen momenteel een stabiele financiering voor banken, maar dit kan door de afschaffing van het DGS in combinatie met de oprichting van een depositobank in het geding komen. Figuur 3.2 laat zien dat er grote verschillen bestaan tussen banken in de omvang van deposito's op de balans. Met een depositobank zou deze stabiele vorm van financiering voor commerciële banken in het geding kunnen komen, wat ertoe kan leiden dat financiering elders gezocht moet worden. Dit kan resulteren in een grotere afhankelijkheid van buitenlandse financiering, maar misschien ook in een toename van de kosten voor kredietverlening of een afname in het volume. Een afname van de kredietverlening kan negatief uitpakken op de economische groei.¹⁵⁰ Het is dan aan de centrale bank om te beslissen of zij het gat in de kredietverlening wil opvullen. Er kan namelijk een grotere sturende rol van de centrale bank komen door de toename in de balans, vanwege de stijging in spaartegoeden die bij de centrale bank worden gestald.

Figuur 3.2 Spreiding van spaartegoeden over banken



Bron: 2017 jaarverslagen van de individuele banken.

¹⁴⁹ Denk aan de ophoging van de dekking bij de casus Van der Hoop, het voorschieten bij ICESAVE en de ophoging van de dekking bij de 2008 crisis.

¹⁵⁰ Zie bijvoorbeeld Sassi, S., & Gasmi, A. (2014). The effect of enterprise and household credit on economic growth: New evidence from European union countries. *Journal of Macroeconomics*, 39, 226-231.

3.4 De rol van Central Bank Digital Currency (CBDC)

Een vergaande versie van een publieke depositobank (zoals variant 3) is dat consumenten een rekening krijgen bij de centrale bank, in de vorm van *Central Bank Digital Currency* (CBDC).¹⁵¹

Een fundamentele hervorming van het financiële stelsel is de invoering van *Central Bank Digital Currency* (CBDC) als een de facto depositobank.¹⁵² CBDC is te beschouwen als een digitale variant van contant geld (munten en bankbiljetten). Zowel CBDC als contant geld zou worden uitgegeven door centrale banken en functioneren als wettig betaalmiddel. Deze fundamentele hervorming zal veel afstemming vereisen op Europees niveau, vanwege de harmonisatie van gelduitgifte binnen het eurosysteem. Volgens recent onderzoek door het Internationaal Monetair Fonds (IMF)¹⁵³ zijn twee soorten CBDC's voor consumenten mogelijk: *token-based* CBDC en *account-based* CBDC. *Token-based* CBDC is een aanvulling op, en alternatief voor, contant geld. In *account-based* CBDC is het voor alle consumenten (en bedrijven) mogelijk een rekening te openen bij de nationale centrale bank. De *account-based* vorm van CBDC, die wij hieronder bespreken, kan de facto als een depositobank worden gezien en concurreert met de girale deposito's bij commerciële banken.

CBDC biedt klanten brede toegang tot risicovrij centraal bankgeld en kan fungeren als een ultieme back-up voor het betaalsysteem. Contant geld is momenteel het enige risicovrije¹⁵⁴ centraal bankgeld waartoe de consumenten toegang hebben. CBDC biedt consumenten (en bedrijven) nieuwe digitale mogelijkheden tot veilig sparen, doordat spaartegoeden direct bij de centrale bank staan. Met deze variant is er een directe garantstelling door de centrale bank dat klanten toegang houden tot hun spaartegoeden en het betaalsysteem. CBDC zou kunnen worden ingevoerd als een digitaal betaalsysteem dat onafhankelijk is van het huidige betaalsysteem.¹⁵⁵ Indien een of meerdere banken in de problemen komen, kunnen consumenten op deze manier toegang hebben tot de betaalfaciliteiten van een centrale bank. Voor het functioneren van de back-up voor het betaalsysteem bij de centrale bank zou iedereen (zowel consumenten als bedrijven) een rekening moeten hebben/krijgen en er genoeg gebruik van moeten maken om de functionaliteit te garanderen. Met de huidige negatieve rente op deposito's bij de centrale bank zullen er waarschijnlijk weinig consumenten overstappen.

Invoering van CBDC is een drastische hervorming van het financiële stelsel. Centrale banken zouden een alternatief worden voor spaarders ten opzichte van commerciële banken. Als veel spaartegoeden bij de centrale bank worden gestald, zal het een beperkende werking hebben op de kredietverlening van commerciële banken. De invloed van de centrale banken zou ook toenemen vanwege een grotere balans. De centrale banken moeten keuzes maken wat ze doen aan de activakant (bijvoorbeeld kredietverlening aan banken) waarmee de sturende rol van centrale banken kan toenemen. Daarnaast kan het de manier waarop de centrale bank geld in de economie brengt, veranderen en roept het daarmee ook vraagtekens op hoe om te

¹⁵¹ Een andere variant is het mogelijk maken voor klanten om bij het Rijk, via de schatkist, te bankieren. Er wordt echter met de schatkist bij commerciële banken gebankierd, waardoor het minder in de buurt komt van de doelen van een depositobank. De voordelen ten opzichte van het huidige systeem van het DGS zijn dan beperkt.

¹⁵² Volgens onderzoek door de BIS ([link](#)) zijn twee soorten CBDC's mogelijk: voor instituties (Wholesale-only-versie) en voor consumenten (general-purpose-versie). De *general-purpose* CBDC die we hier bespreken, is het meest relevant in de context van de depositobank.

¹⁵³ Mancini Griffoli, T., Martinez Peria, M. S., Agur, I., Ari, A., Kiff, J., Popescu, A., & Rochon, C. (2018). *Casting Light on Central Bank Digital Currencies* (No. 18/08). International Monetary Fund.

¹⁵⁴ Klanten lopen met contant geld nog wel het risico op bijvoorbeeld overvallen, of andere risico's die gemoeid zijn met het opslaan van contanten. Ook neemt het gebruik van contant geld geleidelijk af, zo werd in 2017 45 procent van de geldtransacties bij verkooppunten in Nederland gedaan met contant geld. Zie bijvoorbeeld Esselink, Henk & Hernández, Lola, 2017. 'The use of cash by households in the euro area,' Occasional Paper Series 201, European Central Bank.

¹⁵⁵ Sveriges Riksbank, 2017, The Riksbank's e-krona project, report 1, september.

gaan met geldscheppingswinst (*seignorage*).¹⁵⁶ Ook zou het in tijden van crisis moeilijker worden om het financiële stelsel te steunen als iedereen naar CBDC vlucht. Een mogelijke oplossing voor deze bankruns is dat centrale banken een limiet opleggen aan de hoeveelheid spaargeld die klanten per persoon naar hun rekening bij de centrale bank kunnen overmaken.¹⁵⁷ Een deel van de spaartegoeden zou dan bij commerciële banken blijven staan. Het is niet duidelijk wat de optimale limiet zou moeten zijn in de Nederlandse context.

Centrale banken verschillen in hun afwegingen over het nut en de noodzaak van CBDC. Van de 63 centrale banken wereldwijd die door de BIS ondervraagd zijn, heeft 70% onderzoeksprojecten ingevoerd voor CBDC, waarvan slechts enkele centrale banken concrete plannen hebben¹⁵⁸. Zweden en Uruguay zijn momenteel actief de mogelijkheden van de CBDC aan het onderzoeken in de vorm van een pilotexperiment (e-krona en e-peso projecten). Denemarken heeft expliciet besloten om geen verder onderzoek te doen naar CBDC vanwege de vele risico's ten opzichte van het huidige betaalsysteem. Veel andere landen hebben op dit moment hun plannen voor CBDC in de wacht gezet, bijvoorbeeld Australië en het VK.¹⁵⁹ Invoering van CBDC voor Nederland vergt Europese afstemming; harmonisatie in de rol van centrale banken in het eurosysteem vereist dat. De ECB en het eurosysteem hebben momenteel nog geen plannen om een digitale munt uit te geven.¹⁶⁰

Momenteel is er nog onvoldoende inzicht in de voor- en nadelen van CBDC. Zo zijn verschillende landen nog aan het onderzoeken wat de brede gevolgen zijn van CBDC voor de uitwerking van monetair beleid en financiële stabiliteit. Verder onderzoek is nodig naar de levensvatbaarheid, voor- en nadelen, en vormgeving van CBDC. Deze inzichten zijn noodzakelijk om de negatieve effecten die bij invoering kunnen ontstaan te verminderen. Door de snelle ontwikkelingen op technologisch vlak is CBDC een mogelijke stap in de vernieuwing van het financiële systeem, maar het zou de rol van de centrale bank substantieel veranderen.

3.5 De Volksbank als een publieke of private depositobank

Een optie is om de Volksbank in te zetten als een depositobank. Zowel een publieke als private invulling die meedoet aan het DGS (varianten 1 en 3) heeft weinig meerwaarde voor veilig sparen en betalen.

Sommigen zien de Volksbank als een kans om snel tot een depositobank te komen.¹⁶¹ In de nasleep van de financiële crisis heeft de Nederlandse overheid in 2013 SNS Reaal, bestaande uit twee dochterondernemingen (SNS Bank en REAAL) en vervolgens in vier merken (ASN Bank, BLG Bank, Regiobank en SNS Bank), genationaliseerd om de financiële stabiliteit te bewaren. Vanaf 2017 is besloten om deze onderdelen onder te brengen in één nieuwe organisatie: de Volksbank. Op dit moment bezit de Nederlandse overheid nog alle aandelen via de NLFI (NL Financial Investments), waardoor sommigen dit als een kans zien om de Volksbank om te vormen tot een publieke of private depositobank.

¹⁵⁶ Geldscheppingswinst treedt op doordat het de centrale bank weinig tot niets zal kosten om geld in omloop te brengen via CBDC, maar daar wel de ruilwaarde voor terugkrijgt op de balans.

¹⁵⁷ Kumhof, Michael and Noone, Clare, Central Bank Digital Currencies - Design Principles and Balance Sheet Implications (May 18, 2018). Bank of England Working Paper No. 725.

¹⁵⁸ Barontini, C., & Holden, H. (2019). Proceeding with Caution-A Survey on Central Bank Digital Currency. Proceeding with Caution-A Survey on Central Bank Digital Currency (January 8, 2019). BIS Paper, (101).

¹⁵⁹ Zie de strategie van DNB over het Nederlandse betaalsysteem, waaronder CBDC ([link](#)).

¹⁶⁰ Zie de reactie van ECB-president Draghi op een brief van het Europees Parlement ([link](#)).

¹⁶¹ Zie bijvoorbeeld de initiatiefnota van het Tweede Kamerlid Alkaya: 100% veilig sparen en betalen ([link](#)).

Een publieke depositobank gaat een stap verder dan de Rijkspostspaarbank. Nederland had in het verleden de Rijkspostspaarbank (RPS) die spaar- en betaal Faciliteiten aan brede lagen van de bevolking aanbod. Voor RPS was toegang tot postkantoren een belangrijk voordeel. De RPS komt in de buurt van een depositobank wat betreft het aanbieden van een publieke spaar- en betaalfunctie. De RPS verstrekke wel leningen en klanten mochten rood staan. De Volksbank als depositobank zou dus een stap verder gaan door alle uitzettingen uit te sluiten. In 1981 werd de RPS geprivatiseerd tot de Postbank, doordat de groei en winstgevendheid achterbleef bij particuliere banken door de wettelijke beperkingen op de rente die het klanten mocht bieden.

Afwijken van privatisering strookt niet met de afspraken met Europese Commissie bij de redding van SNS: na herstel weer naar de markt. In 2016 is er besloten tot uitstel van de beslissing over de toekomst van de Volksbank, omdat de bank nog niet klaar was om bij private investeerders aangeboden te worden. In 2018 is wederom besloten om dit proces uit te stellen. Voortzetting van de Volksbank als “maatschappelijke bank” in staatshanden kent een aantal risico’s, naast de afspraken met de EU. Zo zijn er minder prikkels voor innovatie en kostenbewustzijn. Tijdens de 2008 crisis bleken ook overheidsbanken in de problemen te geraken, door onvoldoende kritische kredietverlening. De huidige strategie van de staat met de Volksbank richt zich op privatisering. De toekomstvisie van Volksbank is om zich te profileren als een “maatschappelijke bank”.¹⁶² De directie van de Volksbank wil dat investeerders zich voor lange termijn committeren aan het bedrijfsmodel, om zo minder winst gedreven te kunnen zijn. Door de verwachte lagere winstgevendheid zijn er minder mogelijkheden voor de overheid om geld terug te krijgen voor de investeringen in de Volksbank via verkoop van de aandelen. Daarnaast kan dalende winstgevendheid ertoe leiden dat het moeilijker wordt om de bank in de markt te zetten.

Het omvormen van De Volksbank naar een depositobank is niet eenvoudig. De Volksbank verleent kredieten en doet risicovolle beleggingen.¹⁶³ 83% van de totale activa (61 miljard in 2018) betreft leningen aan consumenten. Om over te gaan naar een structuur die overeenkomt met een depositobank, zou de Volksbank het overgrote deel van deze activiteiten moeten afstoten, met als doel om sparen en betalen veiliger te maken. Om de bankvergunning te houden is het nog wel nodig om een kleine portfolio van bancaire activiteiten te behouden (zie paragraaf 1.3: variant 2). Dit kan bijvoorbeeld in de vorm van overheidsobligaties. Zowel het afstoten van de huidige activa als het in Europees verband afstemmen over een publieke toekomst van de Volksbank zal veel tijd en geld kosten (bijvoorbeeld waardeverlies van de Volksbank).

3.6 Conclusie

Een depositobank is een bank die spaartegoeden van consumenten direct bij de centrale bank stalt en tevens een betaalfunctie aanbiedt. Nederland heeft in het verleden al een Rijkspostspaarbank gehad, maar dat was geen depositobank. De Rijkspostspaarbank investeerde in overheidsobligaties en je kon als klant rood staan. Er zijn andere voorbeelden uit binnen- en buitenland die op onderdelen in de buurt komen van een depositobank. Uit deze voorbeelden blijkt dat er weinig vraag is naar deze banken.

Binnen het huidige depositogarantiestelsel is sparen en betalen voor consumenten veilig, daaraan kan een depositobank weinig toevoegen. Als onderdeel van het stelsel moet de depositobank mede garant staan voor de andere banken. Dit betekent dat de depositobank niet risicoloos is, niet alleen vanwege eigen operationele risico’s, maar ook omdat het deelneemt aan de achtervang voor de risico’s van commerciële

¹⁶² Zie bijvoorbeeld het interview met Volksbank-CEO Maurice Oostendorp in de Volkskrant ([link](#)).

¹⁶³ Zie de balans van Volksbank ([link](#)).

banken. Een depositobank oprichten die niet meedoet aan het DGS maar wel een betaalfunctie krijgt, is volgens de huidige juridische kaders onmogelijk. Een bank met beperkte bankvergunning in combinatie met een geldmarktfonds, met beperkte bijdrage aan het DGS, is wel mogelijk. Alleen in het onwaarschijnlijke geval dat het DGS wordt afgeschaft krijgt een depositobank een duidelijke toegevoegde waarde in het garanderen van veilig sparen en betalen voor consumenten, hiervoor is echter wel afstemming op Europees niveau nodig.

Een depositobank kan een aantal voordelen bieden zoals diversiteit in het bankenlandschap en een disciplinerende werking. Een dergelijke bank kan aantrekkelijk zijn voor consumenten die minder afhankelijk willen zijn van de risico's van commerciële banken, ook al is er de bescherming van het DGS. Het bestaan van een dergelijk alternatief zou een disciplinerende werking kunnen hebben op commerciële banken en hun dominante positie mogelijk verkleinen.

Oprichting van een depositobank is niet zonder potentiële problemen. Het financiële systeem zou door de oprichting van een depositobank instabieler kunnen worden. Als consumenten in tijden van stress snel vluchten naar een veilige depositobank, dan zouden de krediet- en betaalfunctie van banken in problemen kunnen komen. Verder loopt een depositobank nog steeds operationeel risico en bestaat er het risico op cyberaanvallen.

Een publieke depositobank heeft in het huidige stelsel weinig meerwaarde voor veilig sparen en betalen, en voor de bredere effecten op het financiële stelsel is meer informatie nodig. Sparen en betalen hebben een publiek belang. Als de overheid vindt dat dit los hoort te staan van de risico's bij commerciële banken, dan kan ze een publieke depositobank oprichten. Er zijn meerdere uitvoeringsopties mogelijk, bijvoorbeeld in de vorm van een rekening bij de centrale bank (CBDC) en hervorming van de Volksbank. De publieke depositobank creëert wel problemen op het gebied van mededinging en oneerlijke concurrentie. Nadere analyse is nodig, waarbij een afweging wordt gemaakt van de voor- en nadelen voor het financiële stelsel van een publieke depositobank.