

Overzicht Financiële Stabiliteit

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank Overzicht Financiële Stabiliteit

Voorjaar 2015

© 2015 De Nederlandsche Bank N.V.

Oplage: 750

Dit document is samengesteld op basis van data beschikbaar t/m 27 maart 2015, tenzij anders vermeld.
Afkortingen landen volgens ISO-norm.

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

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

Inhoud

Voorwoord	5
1. Overzicht Financiële Stabiliteit	6
2. Lage-renteomgeving	16
3. Einde <i>too-big-to-fail</i> ?	23
4. Prikkelwerking: de rol van governance en variabele beloningen	30
Annex 1: Macroprudentiële indicatoren	38
Annex 2: Terugblik op acties DNB naar aanleiding van het OFS	40

Voorwoord

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

5

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

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

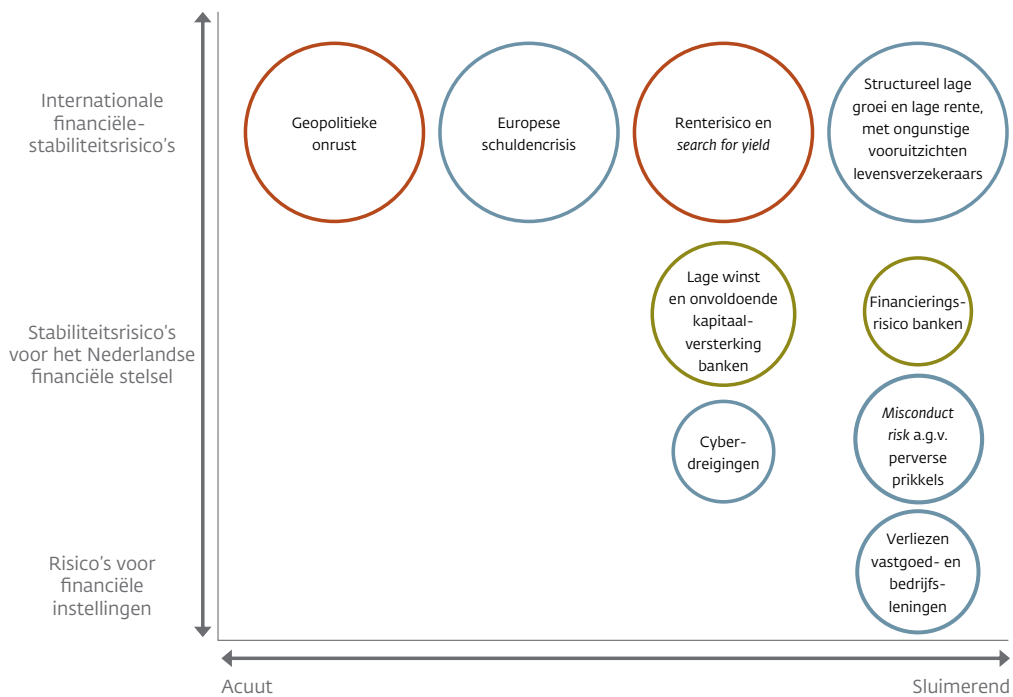
1 Overzicht Financiële Stabiliteit

6

Aandachtspunten en aanbevelingen

- Het ontluikende economische herstel in het eurogebied is omgeven door neerwaartse financiële-stabiliteitsrisico's. Zo hebben ontwikkelingen rondom Griekenland de Europese schuldencrisis opnieuw op de voorgrond geplaatst en zijn geopolitieke spanningen toegenomen. Het uitzonderlijk ruime monetaire beleid is gericht op het terugbrengen van de inflatie naar de doelstelling van prijsstabiliteit en ondersteunt het economisch herstel. Dit beleid heeft echter ook bijwerkingen. Het leidt tot een grote risicobereidheid onder beleggers en een zoektocht naar rendementen op financiële markten, die zeepbelvorming in de hand werkt. Ondanks de zeer ruime liquiditeitscondities van centrale banken zijn sommige financiële markten bovendien minder liquide dan voor de crisis, wat de impact van een neerwaartse prijscorrectie kan versterken.
- De lage rente raakt de buffers van financiële instellingen, vooral van verzekeraars en pensioenfondsen. De situatie bij levensverzekeraars is zorgelijk, omdat zij weinig herstel mogelijkheden hebben. De lage rente versterkt de bestaande zorg over de houdbaarheid van hun bedrijfsmodellen. DNB verwacht van de sector dat deze zich aanpast aan de fundamentele veranderingen in de markt en hierbij ook rekening houdt met de situatie waarin de solvabiliteit onverhoopt onvoldoende blijkt. Gezien het feit dat de sector krimpt, zullen levensverzekeraars ook de kosten naar beneden moeten brengen.
- Naar aanleiding van de financiële crisis hebben toezichthouders en overheden beleid ontwikkeld dat zowel de kans op als de impact van faillissementen van systeembanken beperkt. Om de effectiviteit van het beleid te vergroten, is het nodig nadere eisen te stellen aan de hoogte en samenstelling van de *bail-in*-capaciteit. Om besmettingsrisico's te beperken dienen *bail-in*-titels achtergesteld te zijn aan operationele passiva en is het wenselijk dat beleggingen van banken in deze titels begrensd worden.
- In de aanloop naar de crisis was de governance van financiële ondernemingen onvoldoende effectief in het beheersen van risico's en zetten variabele beloningen aan tot het nemen van excessieve risico's. Sinds de crisis is het toezicht op governance, gedrag en cultuur versterkt, en is beloningsbeleid ontwikkeld, dat beoogt de prikkel tot het nemen van overmatig risico te beperken. Het is van belang dat de sector deze aanpassingen doorzet. Daarbij is essentieel dat ook de cultuur bij financiële instellingen verandert, opdat de intentie achter het ingezette beleid beklijft en veranderingen duurzaam worden verankerd.

Figuur 1 - Risicokaart



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

Internationale omgeving

Het ontluikende economische herstel in het eurogebied blijft omgeven door neerwaartse financiële-stabiliteitsrisico's. Ontwikkelingen rondom Griekenland hebben de Europese schuldencrisis opnieuw op de voorgrond geplaatst. Geopolitieke spanningen zijn toegenomen, bijvoorbeeld in Oekraïne en het Midden-Oosten.

De relatieve rust op financiële markten geeft een vertekend beeld van de risico's. Het uitzonderlijk ruime monetaire beleid zorgt voor ogenschijnlijke rust op financiële markten (grafiek 1). Onderliggend sluimeren echter kwetsbaarheden, die af en toe de kop opsteken en tot volatiliteit op sommige markten leiden. Zo waren Amerikaanse staatsobligaties uitzonderlijk volatiel op 15 oktober 2014, toen de effectieve rente op deze obligaties binnen enkele minuten daalde met 0,4 procentpunt. Ook is een aantal valuta recentelijk onder zware druk komen te staan. De beslissing van de Zwitserse centrale bank op 15 januari 2015 om de koppeling met de euro los te laten, resulteerde in een forse appreciatie van de Zwitserse frank. Enkele buitenlandse financiële instellingen hebben zich hierdoor laten verrassen en verliezen geleden.

Grafiek 1 - Financiële stress is laag

Stress-index, gebaseerd op indicatoren van voor Nederland relevante aandelen-, obligatie- en valutamarkten en een index van de gezondheid van financiële instellingen.



Bron: DNB.

De situatie in Griekenland blijft zorgelijk. Zolang er geen duurzame oplossing is voor Griekenland, blijft de situatie veel aandacht vergen. Wanneer deposito's blijven wegstromen zal de toch al wankelende liquiditeitspositie van Griekse banken verder verslechteren, hetgeen zich kan vertalen in solvabiliteitsproblemen. Ook een onverhoopt bankroet van de overheid zou de Griekse economie hevig ontwrichten. De effecten van een dergelijke gebeurtenis op andere landen in het eurogebied zijn onzeker. Het is zowel voor de stabiliteit van Griekenland zelf als voor de stabiliteit van de muntunie van belang dat het land economische hervormingen blijft doorvoeren en zich daarbij aan het afgesproken programma houdt. De ervaringen in andere landen met aanpassingsprogramma's (zoals Ierland en Spanje) illustreren hoe doorgezette structurele hervormingen na enige tijd economisch herstel kunnen inleiden dat op een gezond economisch fundament berust.

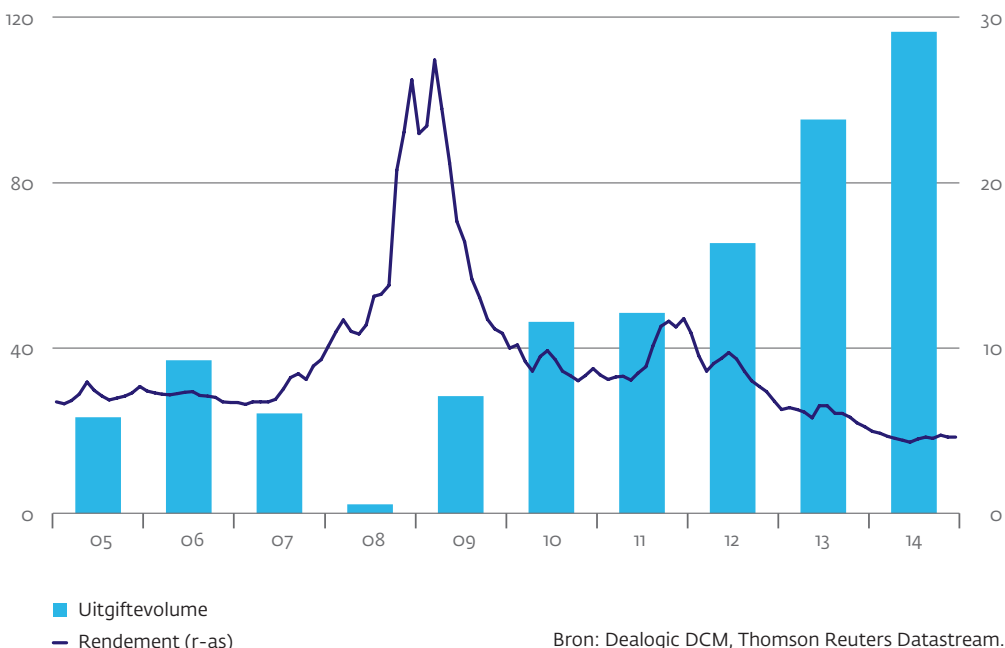
In het licht van de opgelaaide Europese schulden crisis is het positief dat het Europese financiële stelsel met de start van het Europese banktoezicht robuuster is geworden. Het *Single Supervisory Mechanism* (SSM) houdt als onderdeel van de ECB sinds begin november 2014 toezicht op de grootste Europese banken. De geslaagde afronding van de *Comprehensive Assessment* (CA) eind oktober was een belangrijke mijlpaal en markeerde de start van dit Europese banktoezicht. In de CA zijn via een balansonderzoek en een stresstest problemen

op de balansen geïdentificeerd en gerepareerd. In de aanloop hiernaar hadden veel banken al balansversterkende maatregelen genomen. Mede hierdoor heeft de CA relatief weinig problemen aan het licht gebracht. Bij 25 van de 130 deelnemende banken is een kapitaaltekort vastgesteld, van in totaal EUR 25 miljard. Deze banken hebben vervolgens zes tot negen maanden de tijd gekregen om hun tekorten te adresseren. De zeven deelnemende Nederlandse instellingen (ING Bank, Rabobank, ABN AMRO, SNS Bank, BNG Bank, NWB Bank en RBS N.V.) bleven ruim boven de gestelde minima.

Tegen de achtergrond van de lage inflatie en het trage economische herstel in 2014 heeft de ECB in januari besloten de monetaire condities verder te verruimen. De ECB beoogt met grootschalige liquiditeitsinjecties de inflatie positief te beïnvloeden, via lagere leenrentes en een lagere wisselkoers van de euro. Daartoe heeft de ECB het bestaande aankoopprogramma voor gedekte obligaties en *asset-backed securities* uitgebreid naar obligaties van overheden en Europese instellingen (o.a. Europese Financiële Stabiliteitsfaciliteit (EFSF) en Europese Investeringsbank (EIB)). Tot ten minste september 2016 koopt het Eurosysteem voor EUR 60 mrd per maand obligaties op, waarmee de totale omvang van het opkoopprogramma uitkomt op ruim EUR 1.100 mrd. Onder de aanname dat het huidige opkooptempo binnen de bestaande programma's wordt gecontinueerd, wordt naar schatting in totaal voor ongeveer EUR 45 mrd aan Nederlandse staatsobligaties opgekocht, ongeveer 15% van de uitstaande Nederlandse obligaties met een looptijd tussen de 2 en 30 jaar.

Grafiek 2 - Groeiende markt voor Europese *high yield*-obligaties, terwijl het rendement daalt

Uitgiftevolume in EUR miljard. Rendement in procenten.

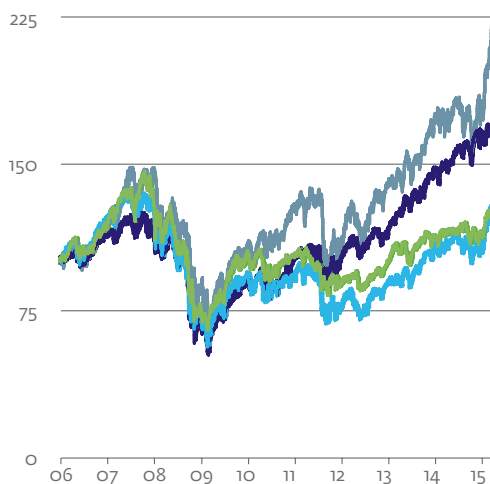


10

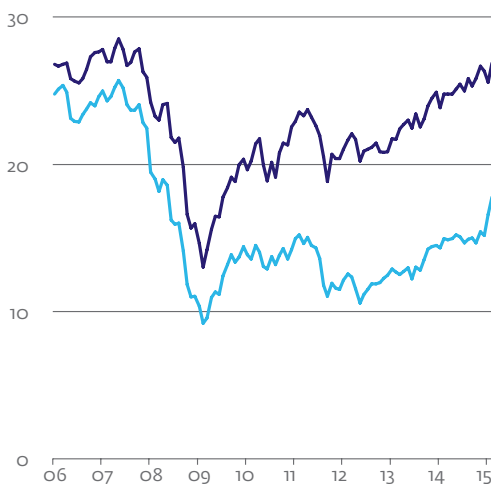
Langdurig ruim monetair beleid is echter niet zonder negatieve bijwerkingen. Het ruime monetaire beleid is erop gericht het nemen van risico's in de reële economie te bevorderen. Het leidt echter ook tot het nemen van meer financiële risico's. Dit komt mede doordat de ruime liquiditeitscondities de illusie van rust en permanente liquiditeit hebben gewekt, wat zich uit in een toegenomen risicobereidheid en een zoektocht naar rendementen op financiële markten. Door het opkopen van obligaties dalen termijn- en risicopremies, wat beleggers ertoe aanzet om hoger rendement te zoeken op langerlopende en risicovollere effecten. De dalende premies en groeiende markt voor risicovollere en minder liquide producten, zoals Europese *high yield*-obligaties (grafiek 2), illustreren deze zoektocht. Wanneer de economische ontwikkelingen geen gelijke tred houden met de financiële ontwikkelingen, ontbreekt de economische basis voor hogere financiële waarderingen. Hierdoor neemt de kans op zeepbellen toe. Er zijn aanwijzingen dat sommige koersen afwijken van de economische fundamenteën. Dit geldt bijvoorbeeld voor segmenten van de *high yield*-bedrijfsobligatiemarkt, waar ondanks stijgende schuldratio's de *spreads* in historisch perspectief laag zijn. Ook de aandelenkoersen zijn op sommige markten fors opgelopen, zoals in de VS en Duitsland (grafiek 3).

Grafiek 3 - Forse waardestijgingen op sommige beurzen; koers-winstverhouding in VS bijna op pre-crisis niveau

Aandelenkoers (index, 1 jan 2006=100).



Koers-winst-verhouding



— Nederland
 — Duitsland
 — eurogebied (DE, ES, FR, IT, NL)
 — Verenigde Staten

— Verenigde Staten
 — eurogebied

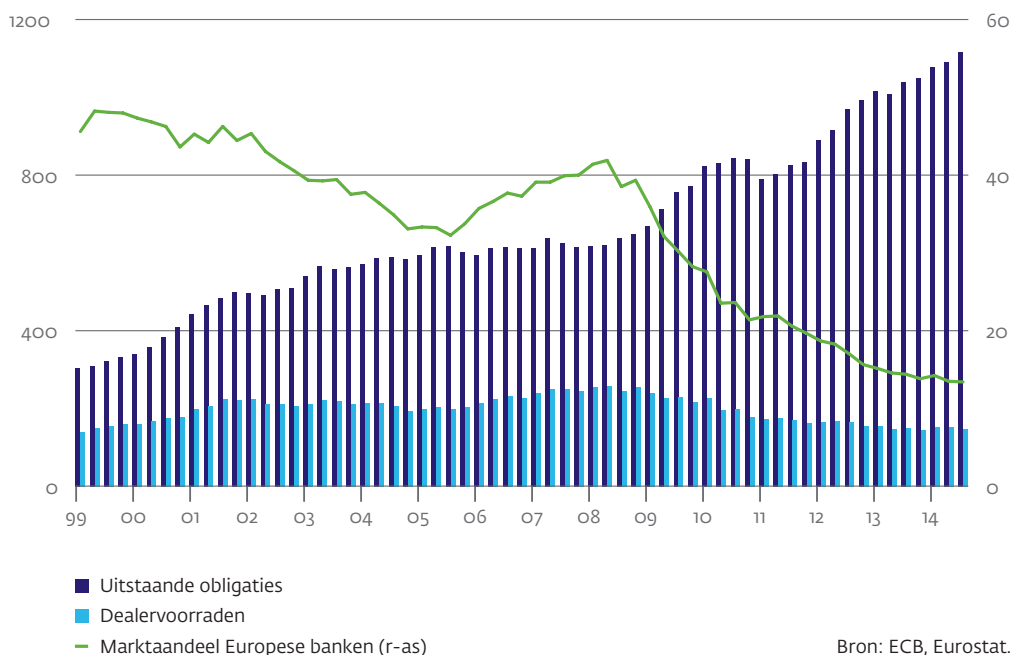
Bron: Datastream, Bloomberg en eigen berekeningen

Ondanks de ruime liquiditeitscondities blijft het gevaar van een ommekeer in marktsentiment bestaan. Tegenvallende macro-economische cijfers, verder oplopende geopolitieke spanningen, een renteverhoging van de Amerikaanse centrale bank of het opnieuw oplaaen van de Europese schulden crisis kunnen hiervoor de aanleiding vormen. Wanneer risico's niet adequaat worden beprijsd en koersen afwijken van economische fundamenteen, zijn de gevolgen van een ommekeer in het marktsentiment potentieel groot.

Een neerwaartse prijscorrectie op financiële markten kan worden versterkt door gebrek aan liquiditeit op secundaire markten. Ondanks de zeer ruime liquiditeitscondities van centrale banken, zijn er verschillende signalen dat sommige financiële markten minder liquide zijn dan voor de crisis. Dit geldt bijvoorbeeld voor de ongedekte interbancaire markt, waar sinds 2008 nauwelijks nog handel plaatsvindt, maar ook voor de markt voor bedrijfsobligaties. Ondanks de forse groei van deze markt sinds de crisis en een daling van de *bid-ask spreads* naar pre-crisis niveaus, laten verschillende onderliggende indicatoren juist een afnemende liquiditeit zien. Zo is de handelsactiviteit op de secundaire markt voor *investment grade* bedrijfsobligaties in het eurogebied gestaag gedaald en is de gemiddelde omvang van transacties met ruim 15% afgenomen tussen 2007 en 2013. Een oorzaak hiervan is dat banken minder actief zijn als *market maker*: hun marktaandeel op deze markt loopt terug (grafiek 4). Dit hangt samen met nieuwe regelgeving die handelsactiviteiten van banken ontmoedigt. Een neveneffect is echter dat het

Grafiek 4 - Europese banken bezitten minder bedrijfsobligaties, terwijl de markt groeit

Uitstaande obligaties en dealervoorraden in EUR miljard. Marktaandeel Europese banken in procenten.



voor marktpartijen moeilijker en kostbaarder wordt om grote posities af te wikkelen. In tijden van stress kan dit voor grote uitlagen zorgen en neerwaartse prijscorrecties op financiële markten versterken. Of liquiditeit van markten stand houdt wordt immers vaak pas duidelijk in een periode van verhoogde marktstress.

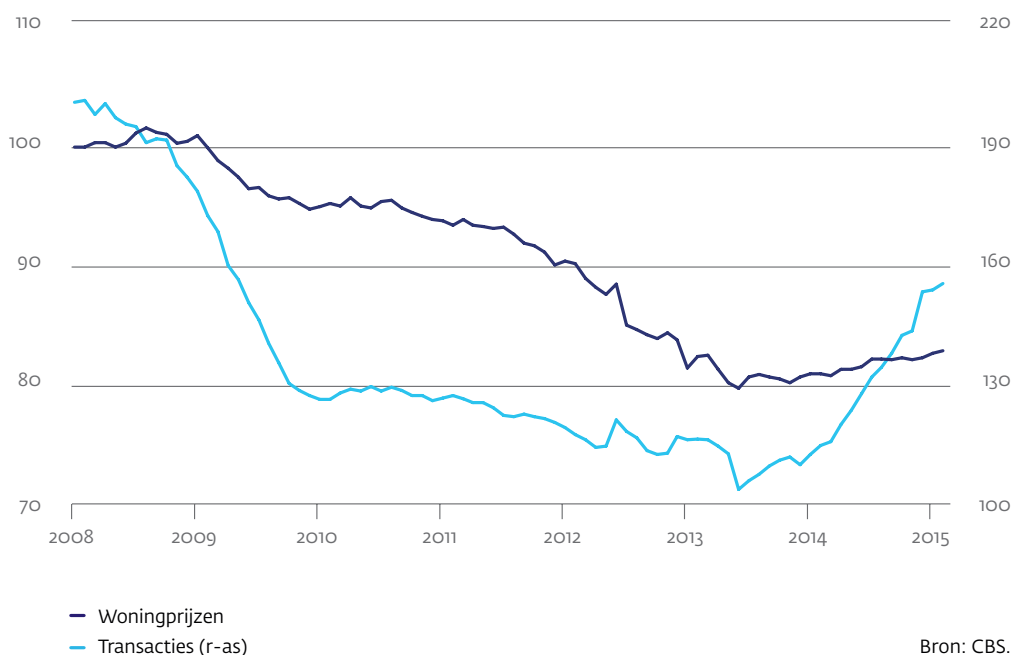
Een lange periode met lage rentes heeft ook gevolgen voor de weerbaarheid van financiële instellingen en van het financiële stelsel. Langdurig lage rentes kunnen de winstgevendheid en de buffers van financiële instellingen aantasten. Omdat verzekeraars weinig herstel mogelijkheden hebben, versterkt de lage rente bestaande zorgen over hun levensvatbaarheid (hoofdstuk 2). Een lagere solvabiliteit of winstgevendheid kan er bovendien toe leiden dat financiële instellingen meer risico gaan nemen (*search for yield*).

Financiële stabiliteit in Nederland

De Nederlandse economie herstelt geleidelijk, waarbij de huizenmarkt gaandeweg uit het dal klimt (grafiek 5). Ten opzichte van het dieptepunt in 2013 zijn de huizenprijzen in totaal met 3,9% gestegen. Ook het aantal woningverkoop is flink toegenomen. Het herstel van de woningmarkt wordt gestuurd door de lage rente, die de leencapaciteit vergroot en de woonlasten drukt. Ondanks het ingezette herstel, kampt de woningmarkt nog steeds met kwetsbaarheden uit het verleden. Zo stond eind 2014 nog steeds ruim een kwart van

Grafiek 5 - Nederlandse huizenmarkt klimt geleidelijk uit het dal

Woningprijzen (index, jan 2008 = 100). Transacties in duizendtallen o.b.v. 12-maandssom.



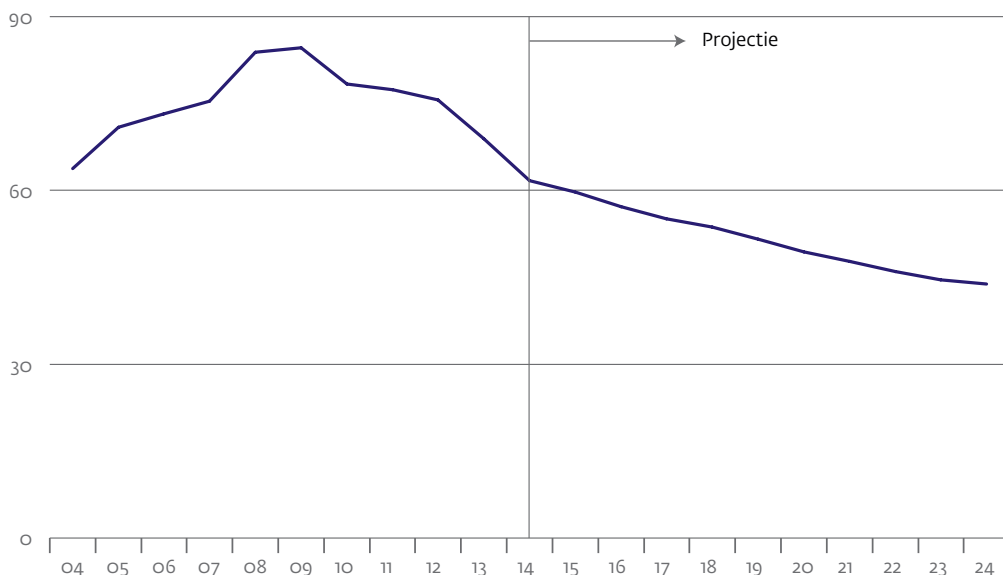
Bron: CBS.

de hypotheek onder water. Daarnaast is de totale Nederlandse hypotheekschuld van huishoudens met ruim 95% van het bbp nog steeds een van de hoogste ter wereld.

Door de hoge hypotheekschuld zijn Nederlandse banken gevoelig voor ontwikkelingen op de huizenmarkt, hoewel de kwetsbaarheden de afgelopen jaren zijn afgenomen. Ondanks forse prijsaanpassingen (grafiek 5) zijn grote kredietverliezen uitgebleven (OFS voorjaar 2014). De doorwerking van de huizenmarkt op banken loopt dan ook vooral via het financieringskanaal. Door de hoge hypotheekschuld waren banken in het verleden sterk afhankelijk van marktfinanciering en buitenlandse deposito's. Het deel van binnenlandse leningen dat niet met binnenlandse deposito's wordt gefinancierd, maar met marktfinanciering of buitenlandse deposito's (het zogenoemde depositofinancieringsgat) is de afgelopen jaren duidelijk geslonken (grafiek 6). Initieel kwam deze daling vooral doordat de huizenmarkt stilviel. De nieuwe kredietverlening aan huishoudens nam hierdoor af, terwijl de binnenlandse deposito's bleven groeien. De afgelopen twee jaar heeft ook de toename van vrijwillige aflossingen bijgedragen aan het verminderen van de binnenlandse hypotheekschuld, mede dankzij de tijdelijk verhoogde schenkingsvrijstelling voor de eigen woning. Daarnaast zijn pensioenfondsen en andere institutionele beleggers actiever geworden op de hypotheekmarkt, waardoor het aandeel van banken in de hypotheekschuld afneemt. Voortgaand herstel van de economie en de woningmarkt zal gepaard gaan met een verder aantrekkende hypothecaire kredietvraag.

Grafiek 6 - Depositofinancieringsgat is afgenomen en daalt naar verwachting verder

In procenten bbp.



14 Indien banken deze kredietvraag faciliteren, kan het depositofinancieringsgat weer toenemen. In de projectie van DNB lijkt dit risico evenwel beperkt, mede door de fiscaal vereiste aflossing op hypothekeken.

Macroprudentiële beleidsmaatregelen

Ter beheersing van financiële-stabiliteitsrisico's kan DNB een aantal macroprudentiële instrumenten inzetten. Op basis van het risicobeeld in het Overzicht Financiële Stabiliteit en een beoordeling van de financiële cyclus besluit DNB tweemaal per jaar of activering of aanpassing van de macroprudentiële instrumenten waarover zij direct zeggenschap heeft, gewenst is. Coördinatie hiervan met andere beleidsmakers vindt plaats in het Nederlandse Financiële Stabiliteitscomité (FSC). Daar brengt DNB ook beleidsstandpunten in ten aanzien van instrumenten waar zij geen zeggenschap over heeft, zoals over de LTV limiet. Tabel 1 geeft een overzicht van de inzet van macroprudentiële instrumenten op dit moment.

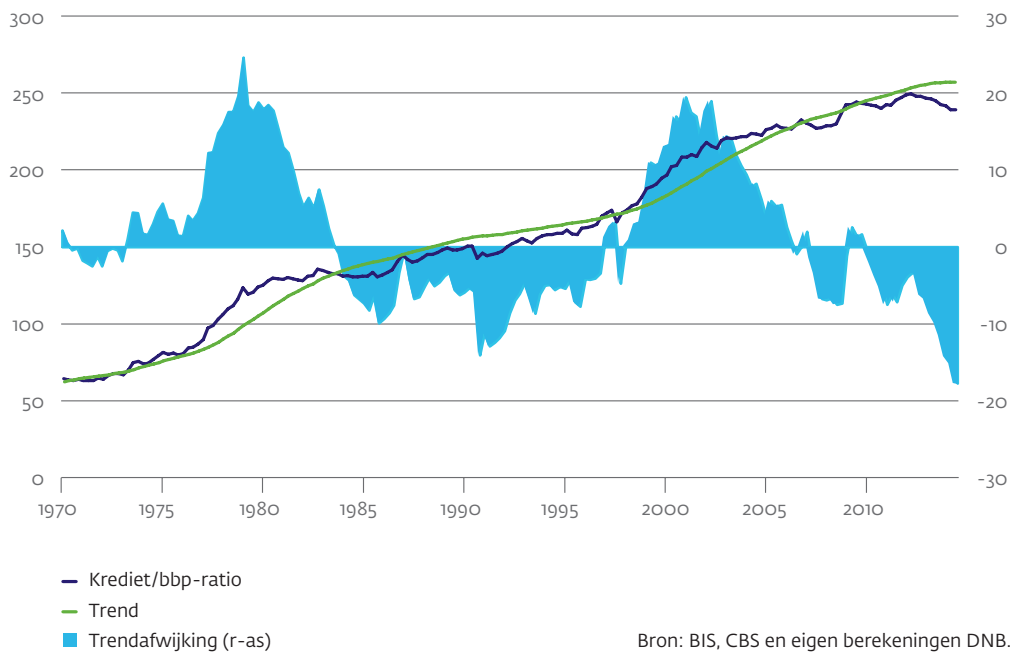
Tabel 1: Huidige inzet van belangrijkste macroprudentiële instrumenten

Instrument	Status	Opmerking
Kapitaalbuffereis voor systeembanken	Geleidelijke infasering tot 2019	Geldt voor Rabobank, ING, ABN AMRO (alle 3%) en SNS (1%)
Contracyclische kapitaalbuffer	Beslissing over de hoogte vanaf 2016	Op dit moment geen aanleiding om deze te activeren
LTV-limiet	Stapsgewijze afbouw tot 100% in 2018	FSC werkt aan advies over LTV-beleid na 2018

Vanaf volgend jaar neemt DNB ieder kwartaal een beslissing over de hoogte van de contracyclische kapitaalbuffer. Deze kapitaalopslag kan worden geactiveerd in perioden van overmatige kredietgroei, die in het verleden vaak een voorbode is geweest van een financiële crisis. Om te kunnen besluiten of activering van de contracyclische kapitaalbuffer gewenst is, is een goed beeld van de financiële cyclus nodig. Hierbij wordt ten eerste beoordeeld of de kredietverlening ten opzichte van het bbp boven het trendmatige niveau ligt (grafiek 7). Daarnaast wordt gekeken naar andere indicatoren, zoals de onroerendgoedprijzen en het niveau van de kredietverlening. Op dit moment zou er geen aanleiding zijn om de kapitaalopslag te activeren: de Nederlandse kredietverlening is zeer gematigd en ook andere indicatoren van cyclische risico's wijzen niet op excessieve kredietverlening (Annex 1).

Grafiek 7 - Nederlandse kredietverlening onder trendmatig niveau

Totale kredietverlening aan Nederlandse bedrijven en huishoudens als percentage van bbp.



DNB heeft in 2014 de risicogewichten die Nederlandse banken voor hypothecaire leningen hanteren nader onderzocht en besloten deze niet te verhogen. De risicogewichten zijn in internationaal perspectief laag. Op basis van de uitgevoerde analyse heeft DNB echter geconcludeerd dat noch de huidige kredietrisico's in de hypothecaire portefeuille, noch de financiële cyclus op dit moment aanleiding geven voor hogere risicogewichten. Wel wordt in internationaal verband gesproken over een minimumvloer voor de risicogewichten, onder andere voor hypotheke.

2 Lage-renteomgeving

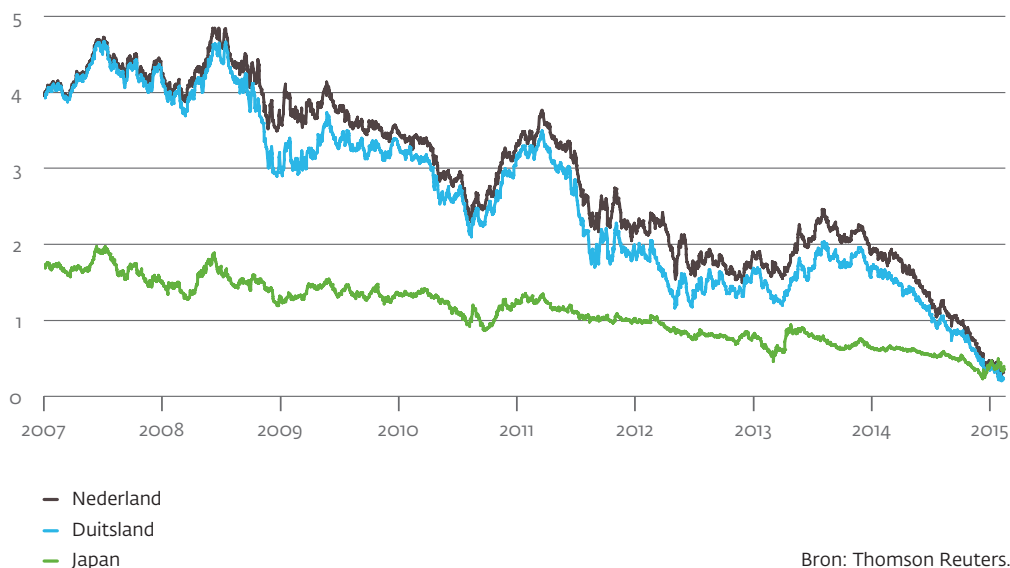
16

Een lange periode met lage rentes heeft gevolgen voor de weerbaarheid van Nederlandse financiële instellingen, vooral voor verzekeraars en pensioenfondsen. Problemen in de levensverzekeringssector kunnen in het uiterste geval de financiële stabiliteit bedreigen. Voor deze sector is de impact van een lage rente groot, zijn de herstel mogelijkheden beperkt, en is de verwevenheid met de economie aanzienlijk. De impact op pensioenfondsen is ook groot, maar zij hebben meer herstel mogelijkheden. Bij banken is de impact beperkter, maar de lage-renteomgeving kan op termijn de winstgevendheid aantasten, wanneer deze gepaard gaat met teruglopende marges.

Kapitaalmarktrentes zijn historisch laag en bleven de afgelopen periode dalen (grafiek 8), mede onder invloed van lage groei- en inflatieverwachtingen. Recent komen ook negatieve rentes voor, zoals eind maart bij Nederlandse staatsobligaties met looptijden tot 5 jaar. De door de ECB genomen monetaire maatregelen (hoofdstuk 1) zullen de lange marktrentes naar verwachting verder drukken en de rentecurve doen vervlakken. Dit beleid is bedoeld om de inflatie weer in lijn te brengen met de doelstelling van prijsstabiliteit en om het economisch herstel in het eurogebied te ondersteunen. Het is echter niet uit te sluiten dat de rente langdurig laag blijft. Een langdurig lage rente heeft vergaande gevolgen voor de winstgevendheid en de buffers van Nederlandse financiële instellingen.

Grafiek 8 - Kapitaalmarktrentes zijn gestaag gedaald

10-jaarsrente in procenten.



Bron: Thomson Reuters.

Gevolgen voor financiële instellingen

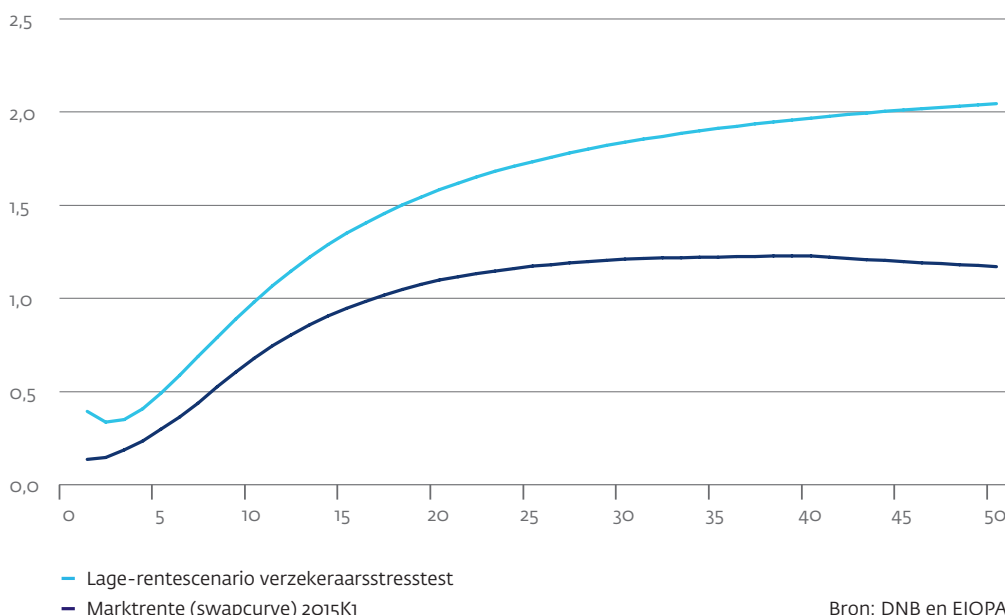
Pensioenfondsen en verzekeraars

De impact van de lage rentestand is het grootst voor levensverzekeraars en pensioenfondsen. Verplichtingen aan polishouders of deelnemers hebben vaak een lange looptijd. Zij stijgen bij een rentedaling daardoor snel in marktwaarde. Tegenover deze verplichtingen houden pensioenfondsen en verzekeraars beleggingen aan, die veelal een kortere looptijd hebben en minder in waarde stijgen. Hierdoor leidt een daling van de rente tot een netto verlies, dat bij waardering van de balans op marktwaarde direct zichtbaar is. De uiteindelijke impact op het eigen vermogen is afhankelijk van de mate waarin verzekeraars en pensioenfondsen dit neerwaartse renterisico hebben afgedekt.

De in 2014 uitgevoerde Europese stresstest voor verzekeraars geeft inzicht in de rentegevoeligheid van deze sector en bevestigt de grote impact van een scenario met een langdurig lage rente. Verzekeraars zijn in deze stresstest beoordeeld op basis van voorlopige Solvency 2-regels, die vanaf 2016 zullen gelden. Volgens deze regels moeten verzekeraars hun balans op marktwaarde waarderen. De deelnemende Nederlandse verzekeraars werden in het lagerentescenario flink geraakt; de daling van het eigen vermogen bedroeg gemiddeld tien procent. Nederlandse levensverzekeraars kennen relatief veel langlopende verzekeringsverplichtingen. Hoewel de stresstest uitging van een hypothetisch zwaarweerscenario, is het rentescenario inmiddels door de realiteit achterhaald: op dit moment ligt de rentecurve al lager dan in het scenario (grafiek 9). DNB heeft, mede in het licht van de

Grafiek 9 - Huidige rente al lager dan in verzekeraarsstresstest

Rente in procenten naar looptijd in jaren.

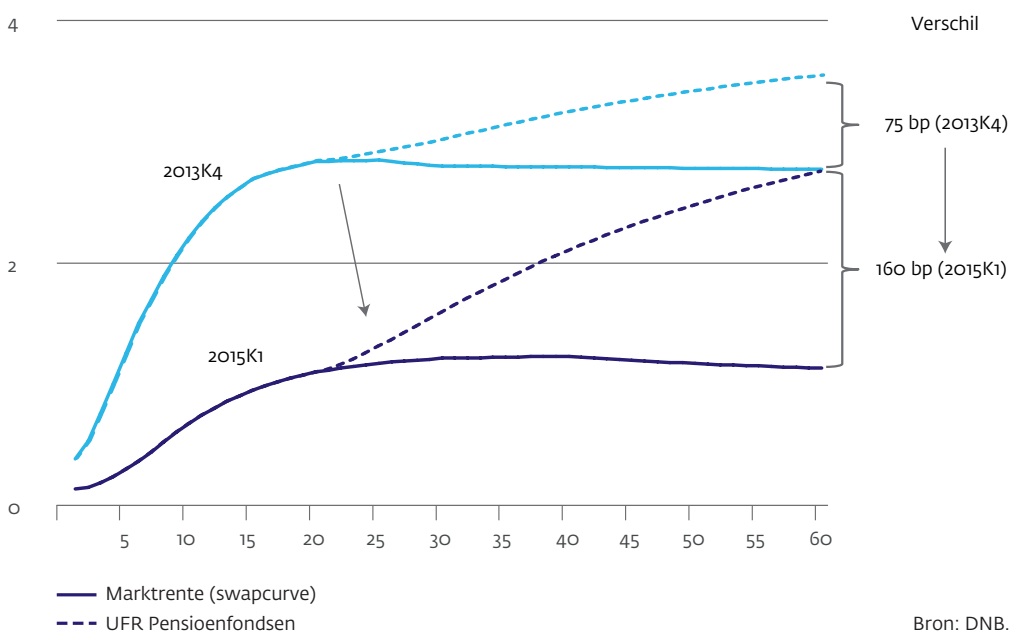


stresstest, tegenover de sector haar zorgen over de houdbaarheid van bedrijfsmodellen geuit. Zij vraagt verzekeraars strategische scenario's uit te werken die anticiperen op de groeiende onzekerheid omtrent de solvabiliteitspositie. De traditionele marktsituatie en het huidige bedrijfsmodel kunnen daarbij niet meer als gegeven worden beschouwd.

Het effect van de lage rente op pensioenfondsen en verzekeraars is maar deels zichtbaar in de financiële rapportages, vanwege het gebruik van de zogenoemde *ultimate forward rate* (UFR). De UFR-systematiek houdt in dat verplichtingen met looptijden langer dan 20 jaar worden gewaardeerd op basis van een rentecurve die naar een vastgesteld niveau convergeert. Door het ontbreken van voldoende liquide markten worden uit de markt waargenomen rentes vanaf een bepaalde looptijd namelijk minder betrouwbaar geacht. Daarbij draagt de UFR ook bij aan de stabiliteit van de solvabiliteitsberekening. De discrepantie tussen de UFR-curve en de geobserveerde lange rentes is de afgelopen jaren echter gestaag toegenomen. Een aanhoudende discrepantie kan leiden tot te hoge verwachtingen bij deelnemers, onrealistische beloftes aan polishouders en verstoorde prikkels bij instellingen. Bijvoorbeeld als verzekeraars de vertekende vermogenspositie als basis nemen voor het bepalen van het dividendbeleid, of als pensioenfondsen uitkeringen doen die op grond van de marktwaarde van de balans op termijn niet houdbaar zijn. En als een verzekeraar in een situatie komt waarin overdracht van de portefeuille nodig is, zal de overnemende partij niet meer willen betalen dan de marktwaarde. Kortom, het is van belang dat instellingen zich bewust blijven van het verschil tussen de UFR en de marktrentecurve, dat rond het zestigjaarpunt is opgelopen van circa 75 basispunten in 2013 tot 160 basispunten in het eerste kwartaal van 2015 (grafiek 10).

Grafiek 10 - Verschil tussen UFR en marktrentes neemt toe

Rente in procenten naar looptijd in jaren.



Banken

In mindere mate heeft de lage rente ook gevolgen voor Nederlandse grootbanken. Zij zijn sterk afhankelijk van rente-inkomsten; in 2013 vormden de netto rentebaten driekwart van de totale inkomsten. Daarbij is niet zozeer de dalende en vervlakkende rentecurve zelf relevant, maar vooral de vraag hoe de inleen- en uitleenmarges van banken zich in de nieuwe omgeving zullen ontwikkelen ten opzichte van deze curve. Zo zijn er diverse factoren die ervoor zorgen dat de rente die consumenten op hun spaargeld ontvangen zich traag aanpast. Spaargeld is een stabiele financieringsbron en tevens belangrijk om aan de toezichtregels voor liquiditeit te voldoen. Op de Nederlandse spaarmarkt bestaat behoorlijke concurrentie om de spaarder, waarbij banken er belang bij hebben om spaarders aan zich te blijven binden met een rentevergoeding die boven de feitelijke rentecurve ligt.

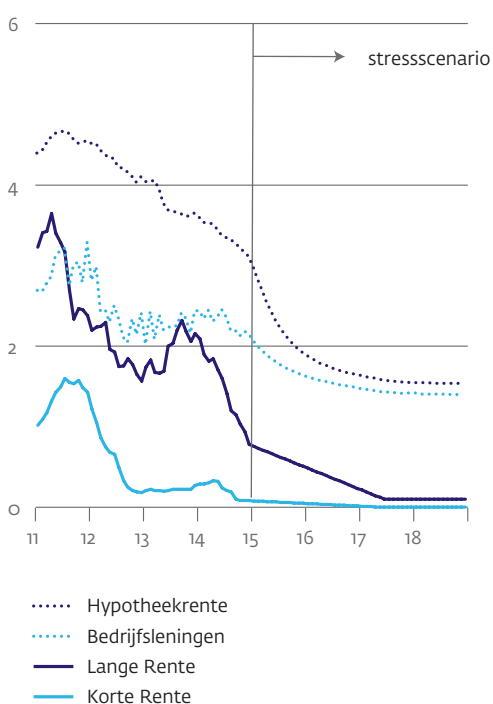
Aan de uitleenkant kan druk op de marge ontstaan als de concurrentie op Nederlandse kredietmarkten toeneemt. Sinds de crisis is de concurrentie afgenomen, mede onder invloed van een concurrentieverbod dat door de Europese Commissie was opgelegd aan banken die overheidssteun ontvingen. Tegelijkertijd lag de rentemarge in 2013 twintig procent boven het Europese gemiddelde, wat toetreding van nieuwe partijen kan uitlokken. Relevant in dit verband is de nu snel toenemende activiteit van levensverzekeraars op de hypotheekmarkt: hun uitzettingen zijn de afgelopen jaren gegroeid van EUR 25 mrd in 2009 tot ruim EUR 50 mrd in 2014. Naar verwachting zal deze trend doorzetten. Op termijn kan ook de voorziene verdere integratie van financiële markten in Europa door de banken- en kapitaalmarktunie leiden tot nog meer concurrentie. Na een terugtrekkende beweging aan het begin van de crisis, is recent weer een aantal buitenlandse spelers actief geworden op de Nederlandse markt.

Een stresstest uitgevoerd door DNB suggereert dat een zwaarweerscenario waarin de rentecurve verder vervlakt, de economische groei weer inzakt, en uitleenmarges dalen, op termijn een substantiële invloed kan hebben op de winstgevendheid van grootbanken (grafiek 11). In deze stresstest is uitgegaan van een scenario waarin de Nederlandse bbp-groei terugvalt (naar gemiddeld 0,2% per jaar over de horizon van vier jaar) en lichte deflatie optreedt (gemiddeld -0,3%). Dit gaat samen met een vervlakking van de rentecurve, waarbij de 10-jaarsrente daalt tot 0,1%. Het beloop van bancaire uitleenrentes is daarbij geschat op basis van hun historische relatie met de rentecurve, waarbij vooral de marge op hypotheekrentes verder daalt. De dalende hypotheekrente voorkomt wel dat de huizenprijzen opnieuw inzakken. Bovendien loopt de werkloosheid in het scenario beperkt op, naar 8,6%. Hierdoor treden geen grote kredietverliezen op. Daar staat tegenover dat de netto rentebaten op nieuwe leningen, en daardoor op termijn de winst van de banken, in de scenarioberekeningen fors terugvallen.

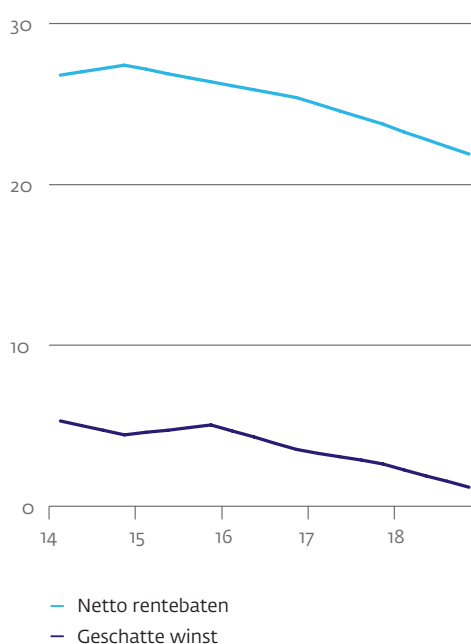
Al met al wordt in een dergelijk stressscenario de winst niet dusdanig gedrukt dat de buffers van de banken eroderen; zij kunnen een lage winstgevendheid een aantal jaren dragen. De directe gevolgen voor de financiële stabiliteit lijken daarmee beperkt. Wel is winstinhouding voor banken een belangrijke bron voor verdere bufferversterking. Tenzij de banken het kapitaal vergroten via emissies, zal in deze omstandigheden de bufferversterking vertragen of de kredietverlening onder druk komen te staan.

Grafiek 11 - Ongunstig lage-rentescenario drukt winstgevendheid van grootbanken

Scenario, rente in procenten.



Impact, bedragen in miljarden euro. (Duizenden)



Bron: DNB.

Invloed op de financiële stabiliteit

De financiële stabiliteit komt in gevaar wanneer de lage rente groepen instellingen of hele sectoren raakt. Vooral de situatie in de verzekeringssector is zorgelijk. Levensverzekeraars hebben minder herstel mogelijkheden dan pensioenfondsen. Zij hebben vaak nominale rendementsgaranties afgegeven (OFS najaar 2012), die niet kunnen worden bijgesteld en in een omgeving met lage inflatie in reële termen zelfs toenemen. Daarnaast staat de winstgevendheid van levensverzekeraars toch al onder druk door de afnemende vraag naar levensverzekeringsproducten.

Grote verzekeraars en met name grote groepen verzekeraars kunnen systeemrelevant zijn door hun complexiteit of verwevenheid met de economie, waardoor een onverhoopt faillissement besmettingsrisico's met zich meebrengt. Zo zijn verzekeraars grote beleggers en zijn obligatiemarkten sterk afhankelijk van deze sector. Europese levensverzekeraars houden ca. 15% van de Europese bankobligaties en bedrijfsobligaties aan met een looptijd langer dan een jaar, en bijna 20% van de staatsobligaties. Zorgelijk is in dit verband dat in de Europese stresstest de lage rente op een groot deel van de Europese verzekeraars aanzienlijke impact

heeft. In Nederland geldt daarnaast dat huishoudens via spaar- en beleggingshypotheken tegenover ongeveer een derde van de hypotheekschuld vermogen opbouwen bij verzekeraars. Daarnaast kunnen solvabiliteitsproblemen bij individuele instellingen leiden tot negatieve vertrouwenseffecten en liquiditeitsrisico's, als polishouders contracten afkopen of als de uitvoering van collectieve pensioencontracten bij andere verzekeraars wordt ondergebracht.

Vergeleken met verzekeraars hebben pensioenfondsen relatief grote herstelmogelijkheden in een lagerentescenario. Hun bedrijfsmodel staat minder onder druk, omdat zij elk jaar nieuwe premie-inleg blijven ontvangen. Ook zijn de door pensioenfondsen afgegeven garanties minder rigide: zij kunnen van inflatie-indexatie afzien, en in uiterste gevallen de pensioenaanspraken verminderen of zelfs (in samenspraak met de sociale partners) het toekomstige pensioencontract herzien. Sinds 2015 gelden bovendien nieuwe toezichtregels voor pensioenfondsen die het effect van schokken verzachten; deze staan fondsen toe later te korten op de aanspraken en deze kortingen door de tijd te spreiden. De keerzijde is dat hierdoor uiteindelijk ook meer risico's voor rekening van de pensioendeelnemers komen.

De combinatie van een lage rente met een achterblijvende solvabiliteit of winstgevendheid kan financiële instellingen aanzetten tot het nemen van meer risico, in een poging hun positie te verbeteren ("*search for yield*", OFS najaar 2014). Dit geldt voor verzekeraars, maar ook voor pensioenfondsen en banken. Pensioenfondsen wordt vanwege de invoering van de nieuwe toezichtregels eenmalig toegestaan het risicoprofiel aan te passen, wat het risico op *search for yield* vergroot. DNB is in 2015 een themaonderzoek gestart om te voorkomen dat financiële instellingen excessieve risico's nemen in een poging de kapitaalpositie en het rendement te verbeteren.

Beleidsconclusies

De lage-renteomgeving dwingt tot een herbezinning op de bedrijfsmodellen van financiële instellingen, die bij levensverzekeraars toch al onder druk staan door de veranderende marktomstandigheden. DNB verwacht dat levensverzekeraars hun bedrijfsmodellen meer toekomstbestendig maken, zodat ze de langlopende verplichtingen aan polishouders kunnen blijven nakomen. Gezien het feit dat de sector krimpt, is van belang dat verzekeraars hun toekomstige kosten onder controle houden. In een recent DNB-themaonderzoek is naar voren gekomen dat verzekeraars nog onvoldoende zicht hebben op hun toekomstige kosten. DNB start in 2015 een nieuw themaonderzoek om dit inzicht te vergroten. Samen met het ECB-toezicht onderzoekt DNB ook de winstgevendheid en houdbaarheid van bedrijfsmodellen bij banken. De ECB verwacht van banken dat zij terughoudendheid betrachten bij het uitkeren van dividend, als de winst onvoldoende is om de migratie naar de toekomstige kapitaaleisen uit hoofde van Bazel III veilig te stellen.

22 De verzekeraarsstresstest laat zien dat de solvabiliteit van sommige verzekeraars bij de huidige rentestand zwak is, zeker op basis van de nieuwe Solvency 2-toezichtregels. Daarnaast is het van belang dat verzekeraars zich bewust zijn van het verschil tussen de wettelijke kapitaalspositie, gebaseerd op de UFR, en de (minder gunstige) onderliggende positie op basis van marktwaardering. Zij zullen daar in hun kapitaal- en dividendbeleid rekening mee moeten houden, om te voorkomen dat de kapitaalpositie uitholt. Vooruitlopend op de definitieve invoering vormt Solvency 2 voor DNB nu al een belangrijk ijkpunt om te beoordelen of dividenduitkeringen verantwoord zijn.

In 2015 zal een Europese stresstest worden uitgevoerd onder pensioenfondsen, waaronder enkele Nederlandse, om de weerbaarheid van de pensioensector in kaart te brengen. Dit betekent dat de rentegevoeligheid van pensioenfondsen zal worden getoetst, net als dat bij verzekeraars is gebeurd.

3 Einde *too-big-to-fail*?

Faillissementen van grote, verweven banken kunnen het financiële systeem aan het wankelen brengen. Toezichthouders en overheden hebben daarom speciaal beleid ontwikkeld voor deze systeemrelevante banken, waarmee zij beogen zowel de kans op faillissement als de impact ervan op de financiële stabiliteit te beperken. Het beleid staat al stevig in de steigers, maar is nog niet voltooid. Zo moeten autoriteiten nog de hoogte en samenstelling vaststellen van de bail-in-eis, waarmee aandeelhouders en crediteuren verliezen van banken opvangen tijdens resolutie. Waar nodig zullen regelgevers ook systeemrisico's van instellingen buiten de bankensector adresseren.

Een belangrijke les uit de crisis is dat sommige banken zo groot en vervlochten met de economie zijn, dat het te kostbaar of te ingewikkeld is om ze failliet te laten gaan. Overheden waren in de crisis dan ook vaak genoodzaakt om grote, complexe banken overeind te houden. Ook de Nederlandse overheid heeft relatief veel steun verleend aan het bankwezen, via garanties, liquiditeits- en kapitaalinjecties.

Invloed op de financiële stabiliteit

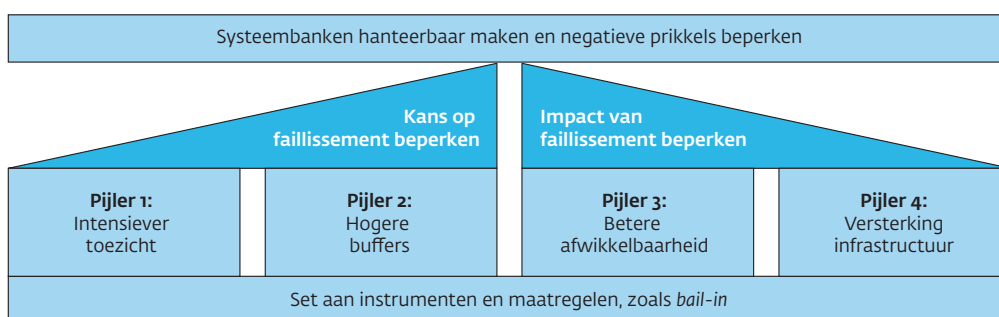
Het overeind houden van banken was nodig om schade aan de reële economie te voorkomen en het financiële stelsel te beschermen, maar bracht grote kosten met zich mee voor overheden. In enkele landen kwam de overheid door de verleende steun in de problemen. De impliciete overheidsgarantie leidt bovendien tot verkeerde prikkels. Zo profiteren grote banken van een financieringsvoordeel doordat beleggers ervan uitgaan dat de overheid bij een dreigend faillissement zal bijspringen. Dit werkt het ontstaan van systeembanken in de hand. Tegelijkertijd vergroot het impliciete vangnet de kans op problemen bij systeembanken, doordat beleggers een kleinere prikkel hebben om ze te monitoren en te disciplineren.

Ingezet beleid

Om risico's voor overheden en verkeerde prikkels te verminderen, heeft de Financial Stability Board (FSB) in 2011 een beleidsraamwerk opgesteld voor mondiale systeembanken. Het raamwerk streeft twee doelen na (figuur 2). Ten eerste het beperken van de kans op faillissement. Daartoe staan mondiale systeembanken voortaan onder intensiever toezicht en dienen zij hogere buffers aan te houden. Afhankelijk van de systeemrelevantie gaat het om 1 tot 3,5 procent van de risicogewogen activa. DNB legt de systeemrelevantie-eis op aan alle Nederlandse systeembanken (ING, Rabobank, ABN AMRO en SNS; tabel 1). De Nederlandse bankensector is immers groot en geconcentreerd, waarbij enkele grote banken het leeuwendeel van de bancaire dienstverlening verzorgen.

Ondanks hogere buffereisen en intensiever toezicht zijn problemen bij banken nooit volledig uit te sluiten. Het beleid richt zich daarom ook op het beperken van de impact van onverhoopte faillissementen, door de afwikkeling van banken ordelijker te laten verlopen

Figuur 2 - FSB-raamwerk voor systeemrelevante banken



met minder kans op besmetting. Zo wordt de infrastructuur van financiële markten versterkt, waardoor problemen bij een instelling minder snel overslaan naar het systeem. Daarnaast zijn inmiddels speciale autoriteiten verantwoordelijk gemaakt voor het zogeheten resolutieproces. In Nederland is deze taak bij DNB belegd en in Europa bij het Single Resolution Mechanism (SRM). Deze autoriteiten ontwikkelen resolutieplannen die vastleggen hoe kernfuncties worden veiliggesteld als banken op een faillissement afstevenen. Het gaat hierbij om activiteiten die van cruciaal belang zijn voor de economie, zoals de kredietverlening en het betalingsverkeer.

Een belangrijk nieuw instrument is *bail-in*. Dit beoogt private partijen voortaan de kosten te laten dragen van falende systeembanken, in plaats van de overheid. Europese *bail-in*-regels schrijven voor dat aandeelhouders en houders van andere kapitaalinstrumenten altijd als eerste aangeslagen worden. Daarna worden overige achtergestelde schuldeisers en vervolgens de reguliere crediteuren aangeslagen. Deposito's van consumenten en kleine bedrijven hebben een preferente status en zijn, voor zover gedekt door het depositogarantiestelsel, zelfs uitgesloten van *bail-in*. De resolutieautoriteit kan daarnaast onder strenge voorwaarden groepen crediteuren van *bail-in* uitsluiten. Daarbij kan het door de sector zelf gefinancierde resolutiefonds worden aangesproken onder de voorwaarde dat ten minste 8% van de balans is afgeschreven of omgezet in aandelen. De bijdrage van het fonds kan oplopen tot 5% van de balans van de instelling. In principe komt daarna pas publieke financiering in beeld. Afgaande op ervaringen uit de crisis is het zeer uitzonderlijk dat verliezen hoger zijn dan 13% van de balans.

Om dit proces goed te kunnen doorlopen, is *bail-in*-vermogen nodig: passiva die na het interen op het reguliere kapitaal nog beschikbaar zijn voor *bail-in*. De verliesabsorptiecapaciteit van banken dient dus de kapitaaleisen te overstijgen. Om dat te bewerkstelligen, werken beleidsmakers zowel op Europees als op mondiaal niveau aan een '*bail-in*-eis', bovenop de kapitaaleisen. De Europese eis (MREL) wordt naar verwachting dit jaar voor alle Europese banken vastgesteld, waarbij de hoogte afhankelijk is van de systeemrelevantie. Ook de mondiale *bail-in*-eis (TLAC) wordt dit jaar vastgesteld; deze geldt voornamelijk alleen voor mondiaal systeemrelevante banken, zoals ING.

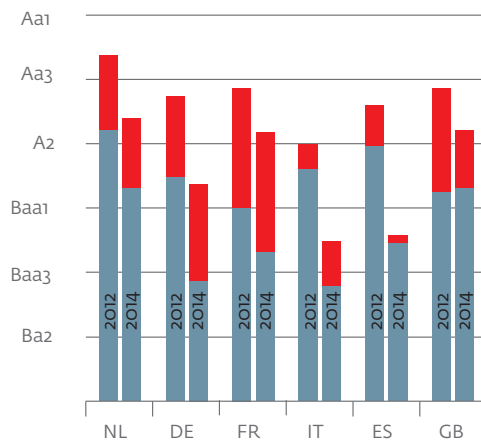
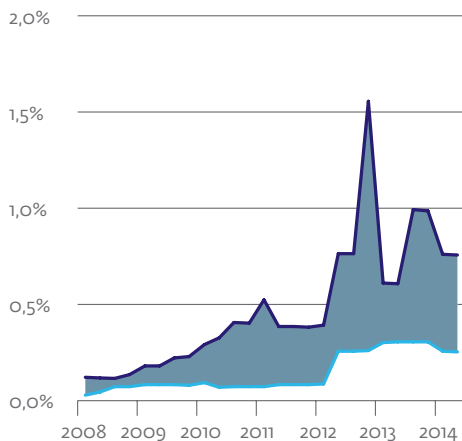
Effectiviteit van het beleid

De vraag rijst in hoeverre het ingezette beleid al effectief is. Als *bail-in* geloofwaardig is, raken systeembanken het financieringsvoordeel kwijt dat zij door het impliciete overheidsvangnet genieten. De omvang van dit voordeel is daarom een maatstaf voor de beleids-effectiviteit: hoe kleiner het voordeel, des te effectiever het beleid. Een manier om het dit te meten, is door te kijken naar de kredietbeoordeling. In 2014 leidde de impliciete overheidssteun tot een hogere beoordeling van de Nederlandse grootbanken van gemiddeld 2,3 stappen (de zogeheten *rating uplift*). Hierdoor profiteren zij van lagere financieringskosten: een hogere kredietbeoordeling impliceert immers een kleinere kans op faillissement, waardoor beleggers lagere risicopremies vragen. Grafiek 12 (linkerpaneel) illustreert dit verschil voor Nederlandse grootbanken.

Grafiek 12 - Banken profiteren van impliciet overheidsvangnet

Historische faillissementskans gekoppeld aan kredietbeoordelingen (1-jaarshorizon) Nederlandse grootbanken.

Gewogen gemiddelde kredietbeoordeling van de grootste banks per land.



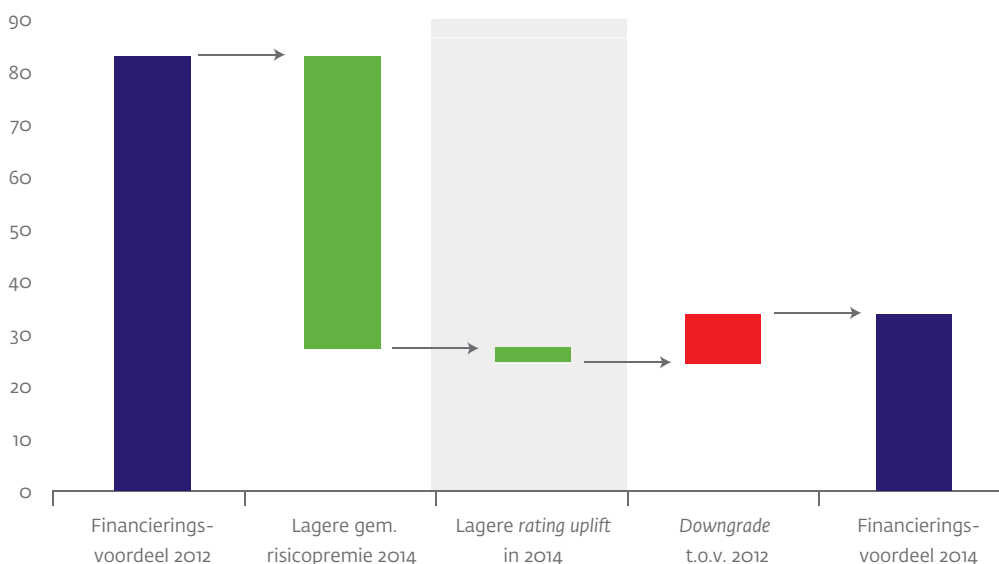
- Faillissementskans zonder impliciete overheidssteun
- Faillissementskans met impliciete overheidssteun
- Impliciete overheidssteun
- Verhoging door verwachte overheidssteun
- Kredietbeoordeling zonder impliciete overheidssteun

Bron: Moody's.

De ontwikkeling van de *rating uplift* door de tijd vormt een indicator voor de effectiviteit van het ingezette *bail-in*-beleid. Grafiek 12 (rechterpaneel) laat zien dat de *rating uplift*, met uitzondering van Spanje, nauwelijks is afgenomen. Dit is een aanwijzing dat nog amper rekening wordt gehouden met de mogelijkheid dat beleggers hun inleg kwijtraken bij faillissement. Een andere indicatie hiervoor is dat de *uplift* groter is naarmate overheden een sterkere financiële positie hebben.

Grafiek 13 - Lagere *rating uplift* nauwelijks invloed op waarde financieringsvoordeel

Ontwikkeling *rating uplift* Nederlandse grootbanken vertaald in basispunten.



Bron: Moody's, Dialogic en eigen berekeningen. Financieringsvoordeel is berekend door de rating te koppelen aan de gemiddelde risicopremies per rating van Europese bankschuld in 2014 en 2012. Voor meer uitleg gehanteerde methodologie, zie Knot en van Voorden, 2013 en OFS najaar 2013.

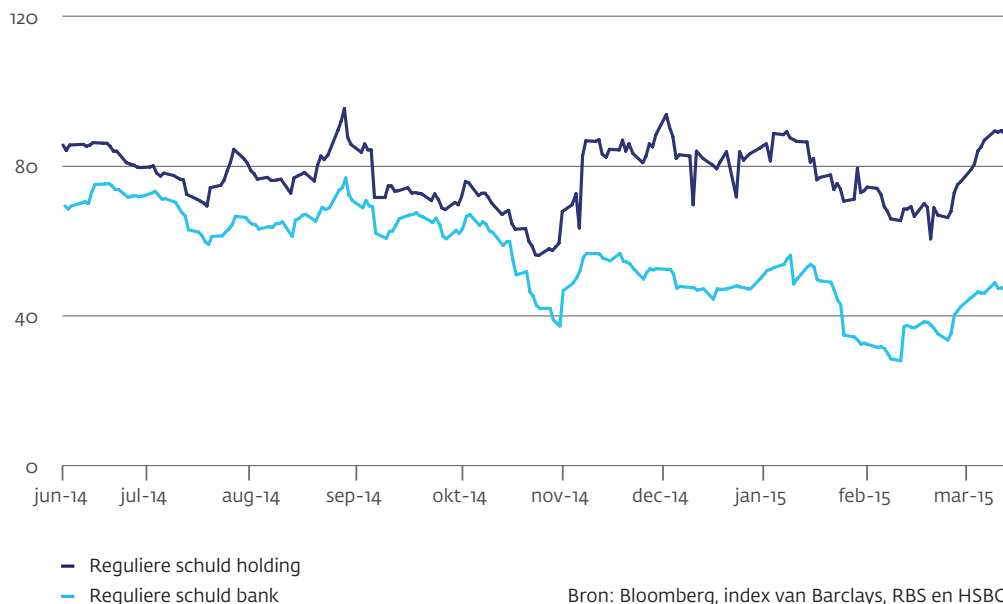
Dat systeembanken nog steeds profiteren van een impliciet overheidsvangnet, is ook terug te zien in waardeontwikkeling van het financieringsvoordeel. Dit voordeel kan worden geschat door de *rating uplift* uit te drukken in basispunten in plaats van in stappen. De waarde van het financieringsvoordeel nam de afgelopen jaren sterk af, wat vooral is toe te schrijven aan het verbeterde marktsentiment, mede door het ruime monetaire beleid en de *search for yield*. Dit leidde tot een algehele daling van de risicopremies, waardoor de waarde van het financieringsvoordeel automatisch meedaalde. Vergelijken met het verbeterde marktsentiment, had de verlaging van de *uplift* een beperkte impact op de waardeontwikkeling van het financieringsvoordeel (grafiek 13).

De meeste grote Europese banken profiteren alleen van een financieringsvoordeel op hun reguliere schuld (zogenoeten senior ongedekte schuld). Een verklaring hiervoor is dat het niet eenvoudig is om verliezen op de reguliere schuldhouders af te wentelen. Zij hebben namelijk dezelfde positie in de crediteurenhiërarchie als bijvoorbeeld derivaten en grootzakelijke deposito's. Het afschrijven van dergelijke operationele passiva kan in de praktijk lastig zijn door vertrouwensverlies, verwevenheid met andere financiële instellingen en kans op schadeclaims. Een hoger risico op verlies door het wegvallen van het overheidsvangnet wordt daarentegen wel reeds verwerkt in kredietbeoordelingen van achtergestelde schuld. Sinds de crisis heeft dit type schuld bij de meeste Europese banken geen *uplift* meer. Dit heeft geleid tot lagere kredietbeoordelingen, waardoor beleggers *ceteris paribus* een hogere rentevergoeding vragen.

Om de geloofwaardigheid van *bail-in* van reguliere obligaties te vergroten, kunnen systeembanken de *bail-in*-bare schuld van operationele passiva scheiden. Dit kan door *bail-in* toe te passen op het niveau van de houdstermaatschappij (*holding*) in plaats van op het operationele bedrijfsniveau. De *holding* bevat namelijk geen operationele passiva, waardoor reguliere schuldhouders verliezen kunnen dragen zonder dat operationele passiva worden geraakt. Amerikaanse, Britse en Zwitserse resolutie-autoriteiten hebben ingezet op deze aanpak. Hierdoor steeg de geloofwaardigheid van *bail-in* van de reguliere obligaties in deze landen. Zo nam het verschil tussen risicopremies op reguliere obligaties van Britse *holdings* en operationele banken recentelijk sterk toe (grafiek 14). Bovendien hebben de *holdings* een lagere *rating uplift* op hun reguliere schuld dan de operationele banken. Kredietbeoordelaar Moody's heeft eind 2013 de impliciete staatsteun zelfs volledig verwijderd uit de beoordeling van Amerikaanse *holdings*. Een andere kredietbeoordelaar (S&P), heeft de *uplift* recent verlaagd bij Britse en Zwitserse *holdings*.

Grafiek 14 - *Bail-in* op holdingniveau wordt steeds meer ingeprijsd

Risicopremie in basispunten.

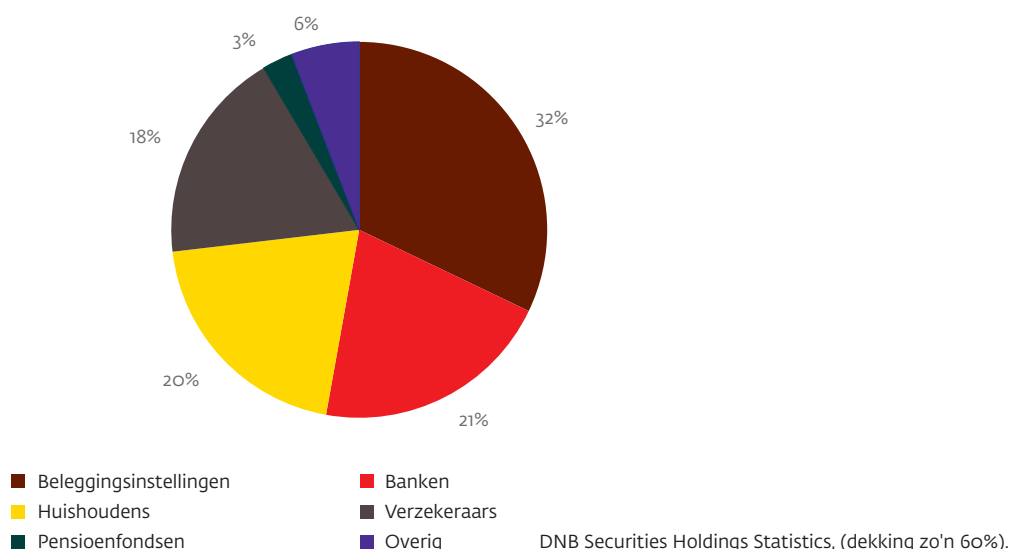


Het toepassen van *bail-in* op holdingniveau vergroot dus de effectiviteit ervan. Echter, voor banken die een holding hebben met operationele activiteiten, vereist dit een ingrijpende wijziging van de ondernemingsstructuur. Een alternatief is om de *bail-in*-eis volledig in te vullen met instrumenten die contractueel achtergesteld zijn aan operationele passiva. Deze achterstelling voorkomt besmettingsrisico's via de operationele passiva en vermindert de risicopremie op de relatief grote hoeveelheid reguliere schuld.

De geloofwaardigheid van *bail-in* neemt ook toe als houders van bankschuld de verliezen relatief goed kunnen dragen. Omdat banken met een grote hefboom werken en zeer systeemrelevant zijn, is het onwenselijk als zij verliezen van elkaar moeten opvangen tijdens een bankencrisis. Dan ontstaat immers het risico dat banken elkaar via *bail-in* verder besmetten. Op dit moment is naar schatting 20% van de Nederlandse achtergestelde bankschuld in handen van andere banken (grafiek 15).

Grafiek 15 - Houderschap achtergestelde bankschuld

Aandeel per sector.



Beleidsconclusies

Het ingezette beleid om systeemrisico bij banken te verminderen is vergevorderd, maar nog niet voltooid. De FSB en het SRM bepalen naar verwachting dit jaar hoe hoog de *bail-in*-eisen mondiaal respectievelijk in Europa zullen zijn en met welke instrumenten ze kunnen worden ingevuld. In Europa is het wenselijk dat systeemrelevante banken tenminste 8% van de totale activa in *bail-in*-bare instrumenten aanhouden. Banken mogen immers pas aanspraak maken op het Europese resolutiefonds als aandeelhouders en crediteuren 8% van de balans aan verliezen dragen, mochten eventuele uitzonderingen op de crediteurenhiërarchie nodig blijken. Naast verdere voltooiing van het beleid zal het ook nog enige tijd in beslag nemen voordat het volledig is geïmplementeerd. Resolutieplannen kunnen immers een grote impact hebben op bedrijfsstructuren van banken. Ook kost het tijd om de *bail-in*-bare laag aan achtergestelde schuldinstrumenten op te bouwen. Kortom, het zal nog enkele jaren duren voordat het beleid volledig voltooid en effectief is.

Het beleid wint aan geloofwaardigheid als op voorhand duidelijk is welke schuldtitels onderhevig zijn aan *bail-in*. Zolang dit niet het geval is, blijft resolutie complex en blijven systeembanken profiteren van impliciete overheidssteun. Ook kunnen beleggers schuldtitels beter beprijsen wanneer op voorhand helder is dat hun lening risicodragend wordt als de bank in problemen raakt. Dit jaar stelt DNB samen met de Europese resolutie-autoriteit de resolutieplannen vast voor Nederlandse banken. Het verdient de voorkeur dat Nederlandse banken *bail-in*-bare instrumenten aanhouden die ofwel contractueel, dan wel via een houdstermaatschappij achtergesteld zijn aan operationele passiva. Bij een *bail-in*-eis van 8% bestaande uit kernkapitaal en expliciet achtergestelde *bail-in*-schuld, moeten Nederlandse grootbanken nog bijna EUR 40 mrd van hun reguliere schuld vervangen, oftewel naar schatting 6% van de totale marktfinanciering en bijna 3% van de totale activa.

Voor de financiële stabiliteit is het van belang dat beleggers bij *bail-in* verliezen kunnen dragen zonder dat besmetting of andere complicaties optreden. Dit vraagt om regels die banken ontmoedigen om teveel in elkaars *bail-in*-bare titels te beleggen, bijvoorbeeld door grenzen te stellen aan de omvang van dergelijke blootstellingen als percentage van het eigen vermogen. Daarnaast is het voor de afwikkelbaarheid van banken nadelig als verliezen terechtkomen bij niet-professionele beleggers. Zij kunnen de *bail-in*-risico's vaak onvoldoende inschatten. Dit geldt zeker bij complexe hybride schuldinstrumenten, waarbij beleggers hun inleg (deels) kwijtraken als de kapitaalpositie van een bank onder een drempelwaarde zakt (zogenoeten *coco's*). Deze instrumenten zijn zeer complex, omdat ze allemaal andere eigenschappen en drempelwaarden hebben. Niet-professionele beleggers ontbreekt vaak de kennis om de risico's voldoende in te schatten, wat tot een verhoogd risico op *misselling* van deze producten leidt. De AFM vindt daarom dat financiële intermediairs grote terughoudendheid moeten betrachten bij de verkoop van hybride instrumenten aan consumenten.

Beleid voor systeemrelevantie is tot nog toe sterk op banken gericht.¹ Andere partijen, zoals verzekeraars en centrale tegenpartijen kunnen echter ook *too big to fail* zijn. Zo zijn centrale tegenpartijen belangrijke schakels in het financiële stelsel, mede door de verplichte centrale afwikkeling van derivatencontracten.² Voorts kunnen problemen bij groepen verzekeraars overslaan naar de reële economie (hoofdstuk 2). Op dit moment vraagt DNB aan verzekeraars herstelplannen te schrijven voor de situatie waarin de solvabiliteit onverhoopt onvoldoende blijkt te zijn. De volgende stap die internationaal wordt gezet, is om resolutieplannen te ontwikkelen voor systeemrelevante verzekeraars en centrale tegenpartijen. Internationale beleidsmakers onderzoeken op dit moment hoe de systeemrisico's van falende instellingen in andere sectoren (zoals centrale tegenpartijen voor derivaten) het beste gemitigeerd kunnen worden.

1 <http://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2015/mrt/cocos-particuliere-beleggers>

2 Zie Overzicht Financiële Stabiliteit najaar 2014.

4 Prikkelwerking: de rol van governance en variabele beloningen

30

In de aanloop naar de crisis was de governance van veel financiële ondernemingen onvoldoende effectief in het beheersen van risico's. Variabele beloningen zetten daarbij aan tot het nemen van te veel risico. Sinds de crisis heeft DNB haar toezicht op governance, gedrag en cultuur sterk geïntensiveerd. Daarnaast is in nationaal en internationaal verband beloningsbeleid ontwikkeld, dat beoogt perverse beloningsprikkel te beperken en de 'skin in the game' van betrokken medewerkers te vergroten. Uiteindelijk moet het governance- en beloningsbeleid leiden tot een cultuur waarin risicobewust gedrag vanzelfsprekend is. Het is in dit licht van belang dat de financiële sector de ingezette cultuurverandering verdiept en verankert.

Net als andere bedrijven opereren financiële ondernemingen met een winstoogmerk. Dit stimuleert hen om concurrerend en innovatief te blijven. Echter, het winstoogmerk heeft ook een keerzijde. Te veel nadruk op het behalen van rendement kan leiden tot het nemen van te veel risico (OFS najaar 2014). De mate waarin deze prikkel doorwerkt in de organisatie wordt sterk beïnvloed door de governance en de ondernemingscultuur.

De governance van financiële instellingen dient een beheerste bedrijfsvoering te bewerkstelligen en het nemen van te veel risico te voorkomen. Governance is een veelomvattend begrip en heeft betrekking op onder andere risicomanagement, beloningen, en bedrijfsstructuur. Daarnaast heeft het betrekking op de rol en verantwoordelijkheden van de Raden van Bestuur en Commissarissen, het hogere management, interne risicocomités en de interne auditdienst. Een financiële instelling met een effectieve governance slaagt erin risico's tijdig en adequaat te identificeren, analyseren en beheersen. Het beloningsbeleid is een belangrijk onderdeel van de governance, omdat prikkels die uit dit beleid voortvloeien invloed hebben op het gedrag van medewerkers.

Invloed op de financiële stabiliteit

De crisis heeft aangetoond dat de governance van veel financiële ondernemingen onvoldoende effectief was. Diverse studies wijzen op een relatie tussen de effectiviteit van de governance en bankfalen.³ De Europese Bankenautoriteit (EBA) en de *Bank for International Settlements* (BIS) hebben geconstateerd dat banken in aanloop naar de crisis vaak een ineffectieve governance hadden. Zo concludeerde de EBA op basis van een enquête onder toezichthouders en banken dat de structuur van banken vaak zo complex was dat dit een effectieve governance bemoeilijkte. Daarnaast hadden Raden van Bestuur en Raden van Commissarissen vaak te weinig kennis van zaken om risico's adequaat te beheersen. Tot slot schoten ook het

3 Aebi, V et al. (2012). Risk management, corporate governance and bank performance in the crisis. *Journal of banking and finance*; Ellul, A. & Yerramilli, V. (2012). Stronger risk controls, lower risk: evidence from US bank holding companies. *Journal of finance*; Beltratti, A. & Stulz, R.M. (2009). Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation. *NBER Working Paper*, No. 15180, July.

risicomanagement en de interne controle van banken op risicobeheersing tekort. Hoewel de ineffectieve governance van financiële instellingen niet de directe aanleiding was voor de crisis, was het wel één van de fundamentele onderliggende factoren.⁴

De gevolgen van een ineffectieve governance zijn niet alleen zichtbaar in de beheersing van financiële risico's, maar ook in de toename van verliezen als gevolg van zogeheten *misconduct*. Een voorbeeld van *misconduct* is het verkopen van financiële producten die niet in het belang van de klant zijn. *Misconduct* hangt vaak samen met het opzettelijk negeren van wetten, governance of ethische normen door medewerkers van financiële ondernemingen. Op basis van interviews met medewerkers van financiële instellingen in Londen constateert Luyendijk (2015) dat dergelijk gedrag wijdverbreid is in de financiële sector. Hij verklaart dit in belangrijke mate door het systeem van perverse prikkels in de financiële sector, die aanzetten tot gedrag gericht op het realiseren van kortetermijngewin, waarbij de neerwaartse risico's voor rekening van anderen komen. Luyendijk signaleert bovendien dat de interne controle bij financiële instellingen onvoldoende tegenwicht biedt aan deze perverse prikkels.

Misconduct kan uiteindelijk resulteren in hoge kosten, als financiële instellingen aansprakelijk worden gesteld voor dit gedrag of de geleden schade. De afgelopen vijf jaar bedroegen de kosten van boetes, schikkingen en schadeloosstellingen in verband met *misconduct* voor grote banken wereldwijd circa EUR 160 mrd, waarvan circa EUR 45 mrd voor grote Europese banken (7% van hun eigen vermogen). Analisten verwachten voor Europese banken in de nabije toekomst nog ruim EUR 50 miljard aan extra kosten (grafiek 16). Het risico speelt ook in Nederland. Zo heeft Rabobank een schikking van EUR 774 miljoen moeten treffen voor betrokkenheid bij de Libor-fraude. Verschillende partijen claimen daarnaast schadevergoedingen voor activiteiten uit het verleden, zoals de verkoop van rentederivaten aan het MKB en bepaalde beleggingsproducten aan consumenten (de zogenoemde woekerpolissen). Niet alleen de mogelijk hoge verliezen, maar ook de inbreuk op het vertrouwen in de financiële sector maakt *misconduct* tot een risico voor de financiële stabiliteit.

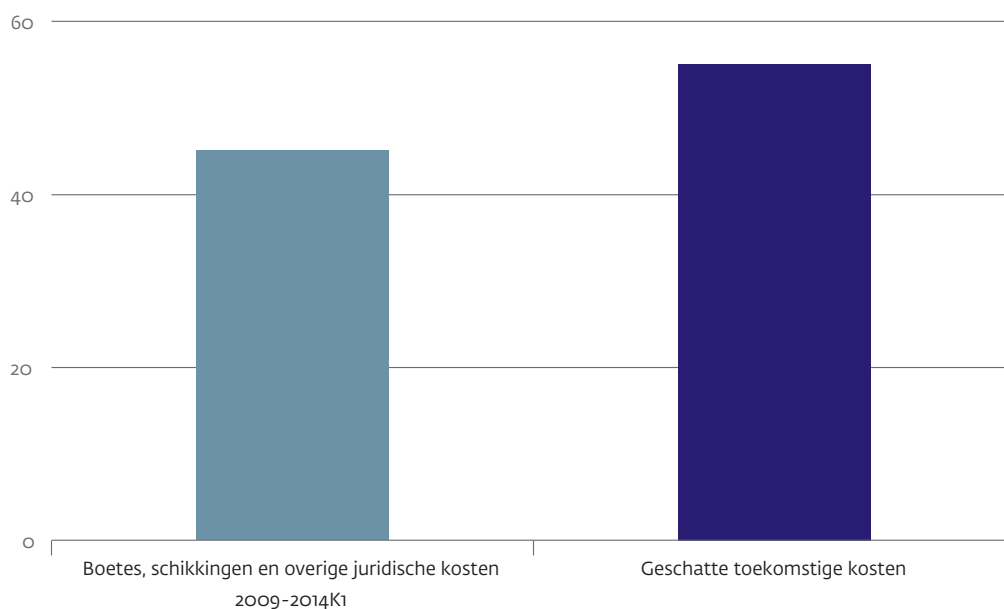
Variabele beloningen kunnen zowel positieve als negatieve effecten hebben voor de financiële stabiliteit. Positieve effecten ontstaan als variabele beloningen leiden tot betere prestaties van medewerkers.⁵ Daarnaast kunnen de kosten van financiële instellingen door variabele beloningen meebewegen met wisselende economische omstandigheden. Een uitgebreide studie van het IMF, waarin zij bestaande literatuur analyseert en eigen empirisch onderzoek doet, wijst echter op de keerzijde van variabele beloningen: slecht vormgegeven variabele

4 EBA (2011). Guidelines on internal governance; BIS (2010). Principles for enhancing corporate governance; G30 (2012). Toward effective governance of financial institutions; The de Larosière Group (2009). A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities; Luyendijk, J. (2015). Dit kan niet waar zijn.

5 Lazear, E., P. (2000). Performance Pay and Productivity. *American Economic Review*; Ariely, D., Gneezy, U., Loewenstein, G. & Mazar, N. (2005). Large stakes and big mistakes. *Working paper series // Federal reserve of Boston*; Bowles, S. & Reyes, S.P. (2009). Economic incentives and social preferences: a preference-based Lucas critique of public policy. *CEifo working paper*; Pink, D. (2009). Drive, the surprising truth about what motivates us.

Grafiek 16 - Verdere stijging kosten *misconduct* verwacht

Kosten *misconduct* voor grote Europese banken in miljarden euro



Bron: Credit Suisse, EBA, FT, jaarverslagen banken en eigen berekeningen.
De voorzieningen van banken zijn gebaseerd op cijfers voor eind 2013 en midden 2014.

beloningen werken overmatige risiconeming in de hand.⁶ Efung et al.⁷ concluderen dat in aanloop naar de crisis, de voordelen van hogere variabele beloningen niet opwogen tegen de nadelen. Uit hun empirisch onderzoek blijkt namelijk een negatieve relatie tussen de hoogte van de variabele beloning en de Sharpe-ratio, een maatstaf voor risico gecorrigeerd rendement. Het onderzoek betrof 1,2 miljoen Duitse, Zwitserse en Oostenrijkse bankmedewerkers werkzaam in *investment banking* en *treasury*. Aangezien zowel de arbeidsvoorwaarden als activiteiten van medewerkers in *investment banking* en *treasury* sterk internationaal bepaald zijn, ligt het in de rede dat deze conclusie ook voor Nederland opgaat.

In de huidige omgeving van lage rendementen is een effectieve governance, waaronder een evenwichtig beloningsbeleid, extra belangrijk. Door de combinatie van een lage rente en ruime liquiditeit is immers een zoektocht naar rendement gaande. Een ineffectieve governance, en verkeerde beloningsprikkelers in het bijzonder, kunnen ongewenst risicozoekend gedrag in de hand werken en financiële stabiliteitsrisico's met zich meebrengen.

6 IMF (2014). Global financial stability review; Bebchuck, L.A. & Spamann, H. (2009). Regulating bankers' pay. *Harvard Law school*.

7 Efung, M., Hau, H., Kampkötter, P. & Steinbrecher, J. (2014). Bankers' bonuses and performance sensitivity. *Journal of international economics*.

Ingezet beleid

Voor de crisis schoten niet zozeer de governance-regels zelf te kort, maar vooral de implementatie van deze regels en de intentie erachter.⁸ Ook de *misconduct* die sinds de crisis aan het licht is gekomen, wijst in deze richting. Sinds 2011 houdt DNB daarom niet alleen intensief toezicht op de governance van financiële instellingen, maar kijkt zij ook naar het gedrag van bestuurders, commissarissen en andere managers. DNB constateert, op basis van onderzoeken bij financiële instellingen, dat de laatste jaren verbeteringen zijn doorgevoerd in de governance. Eveneens hebben financiële instellingen een begin gemaakt met het realiseren van een cultuuromslag, met name gericht op het beheersen van risico's. Toch zijn er nog steeds incidenten. Dit illustreert dat het daadwerkelijk verankeren van een cultuuromslag – als ook het werkelijk effectief maken van de governance – een kwestie van lange adem is en de komende jaren nog de nodige inspanningen zal vergen.

Raden van Bestuur en Raden van Commissarissen hebben een voorbeeldfunctie en zijn cultuurdrager, omdat zij voor een groot deel het beleid bepalen. Gezien hun invloed, is het essentieel dat bestuur en commissarissen zich bewust zijn van de prikkels en risico's die uitgaan van hun beleid. Sinds 2011 toetst DNB bestuurders mede daarom nadrukkelijker op hun kennis, vaardigheden en gedrag om risico's te begrijpen en maatregelen te treffen om deze te beheersen. Sinds juli 2012 geldt deze geschiktheidseis ook voor commissarissen. Daarnaast beoordeelt DNB in gedrag- en cultuuronderzoeken of de dynamiek en besluitvormingsprocessen aan de top van instellingen bijdragen aan vroegtijdige signalering en adequate beheersing van risico's.

Voorts zijn de afgelopen jaren, in internationaal verband, fundamentele veranderingen doorgevoerd in het beleid rondom beloningen. Dit beleid beoogt perverse prikkels tot het nemen van te veel risico te vermijden. In Nederland is dit onder meer opgenomen in de Wet op het financieel toezicht (Wft) en de daarop gebaseerde Regeling beheerst beloningsbeleid (RBB). Beide vertalen principes uit internationale normen en regelgeving naar de Nederlandse praktijk.

Het belangrijkste overkoepelende prestatie criterium in de nieuwe regels stelt dat variabele beloningen alleen mogen worden uitgekeerd wanneer zowel de financiële positie als de solvabiliteitspositie dit rechtvaardigen. Daarnaast dienen individuele prestatiecriteria, die directe invloed hebben op gedrag, zowel financiële- als niet-financiële criteria te omvatten en niet eenzijdig aan te zetten tot het nemen van risico maar juist ook tot het goed beheersen van risico's. De EBA verduidelijkt dit verder: criteria zoals het voor risico gecorrigeerde rendement op kapitaal (RAROC) en klanttevredenheid zijn te verkiezen boven criteria als rendement op kapitaal en winst.⁹ In lijn met deze ontwikkeling is in Nederland een

⁸ EBA (2011). Guidelines on internal governance; G30 (2012). Toward effective governance of financial institutions; The de Larosière Group (2009). A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities.

⁹ EBA (2010). Guidelines on remuneration policies and practices

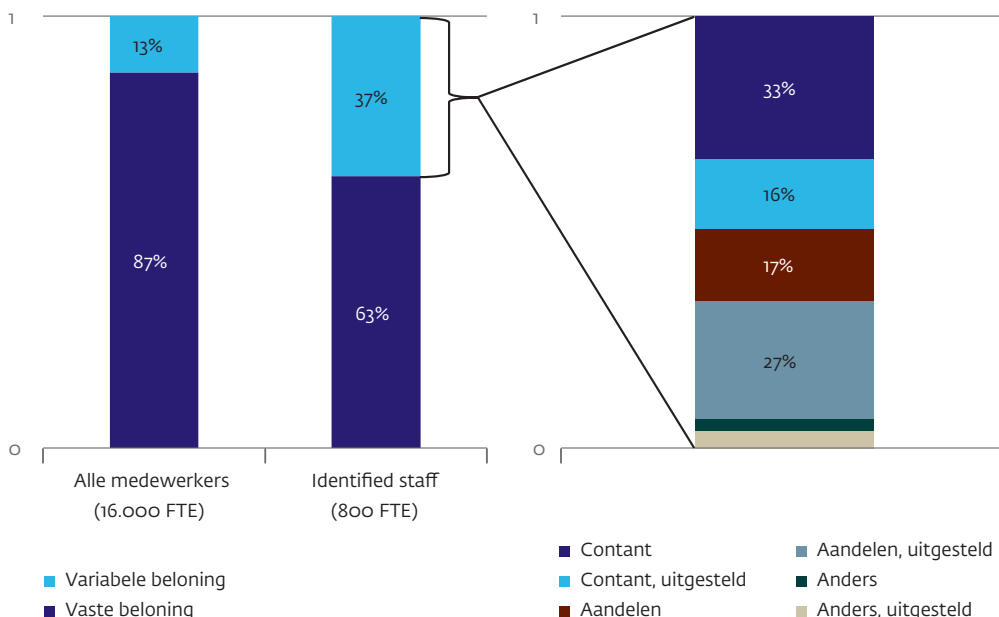
provisieverbod ingevoerd, waardoor beloningen van financiële adviseurs niet langer afhankelijk zijn van het aantal verkochte financiële producten of diensten. Het werken op provisiebasis werkte in het verleden overkreditering in de hand.

Internationaal worden daarnaast extra eisen gesteld aan een kleine groep medewerkers die een materiële invloed op het risicoprofiel van een bank kunnen hebben (de zogenoemde *identified staff*). De eisen vergroten de *'skin in the game'* van deze medewerkers. Zo moeten beloningen voor ten minste 40% gekoppeld zijn aan langetermijnprestaties omdat risico's zich veelal pas op lange termijn manifesteren. Wanneer risico's zich manifesteren volgt verlaging van de voorgenomen variabele beloning. Ook zijn variabele beloningen van *identified staff* onderhevig aan terugvorderingsregelingen: indien een medewerker aanwijsbaar verantwoordelijk is voor een negatief resultaat, kan de variabele beloning worden teruggevorderd. Verder stelt de regelgeving dat variabele beloningen voor tenminste 50% in een combinatie van aandelen en schuldpapier uitgekeerd moeten worden; de exacte verhouding hiertussen is niet nader vastgelegd. Belonen in de vorm van schuldpapier is wenselijk. Dit omdat aandelen, en zeker opties, een groot winstpotentieel kennen, terwijl extreme verliezen voor rekening van andere

Grafiek 17 - Variabele beloning hoogst voor *identified staff*; beloning vooral in cash en aandelen

Aandeel variabele beloning medewerkers Nederlandse grootbanken in 2013.

Uitkeringsvorm variabele beloning *identified staff* in 2013.



Bron: DNB.

belanghebbenden komen. Bij schuldpapier zijn potentiële winst en verlies meer in evenwicht, wat de prikkel tot het nemen van overmatig risico beperkt.

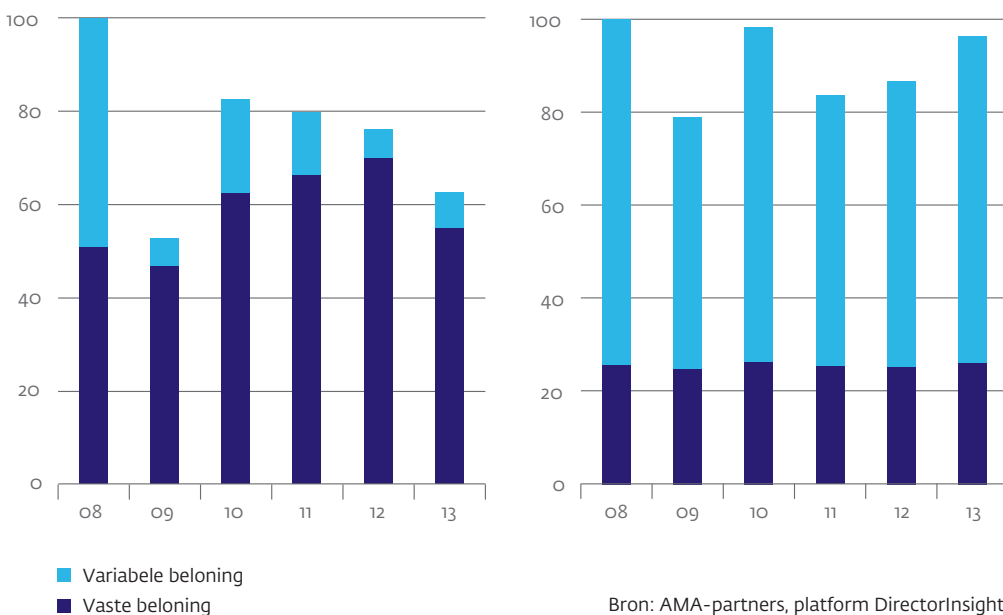
Het is te vroeg om de effectiviteit van het ingezette beloningsbeleid te bepalen. Zo is de Regeling Beheerst Beloningsbeleid in 2014 nog aangescherpt en zijn gedetailleerde data over variabele beloningen slechts beperkt voorhanden. De wel beschikbare data geven een indruk van de ontwikkeling van variabele beloningen. In 2013 was de variabele beloning voor medewerkers van Nederlandse grootbanken relatief beperkt (grafiek 17), wat mede werd veroorzaakt door het volledig afschaffen van variabele beloningen in de CAO van enkele grootbanken. *Identified staff* valt echter vaak niet onder de CAO. Met de invoering van de Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen, die het aandeel van variabele beloningen in beginsel beperkt tot 20%, zal ook de variabele beloning van *identified staff* (verder) dalen. Conform de regels ontving de *identified staff* hun variabele beloning deels uitgesteld en vrijwel volledig in contanten en aandelen. De variabele beloning voor bestuurders van grote Nederlandse banken en verzekeraars is, mede onder invloed van de Wet bonusverbod staatsgesteunde ondernemingen en maatschappelijke druk, sinds de crisis fors gedaald (grafiek 18).

Grafiek 18 - Aandeel variabele beloningen bestuurders grote banken en verzekeraars sterk gedaald

Gemiddelde beloning bestuurders (Index 2008=100).

Nederlandse grote banken en verzekeraars

AEX-genoteerde bedrijven

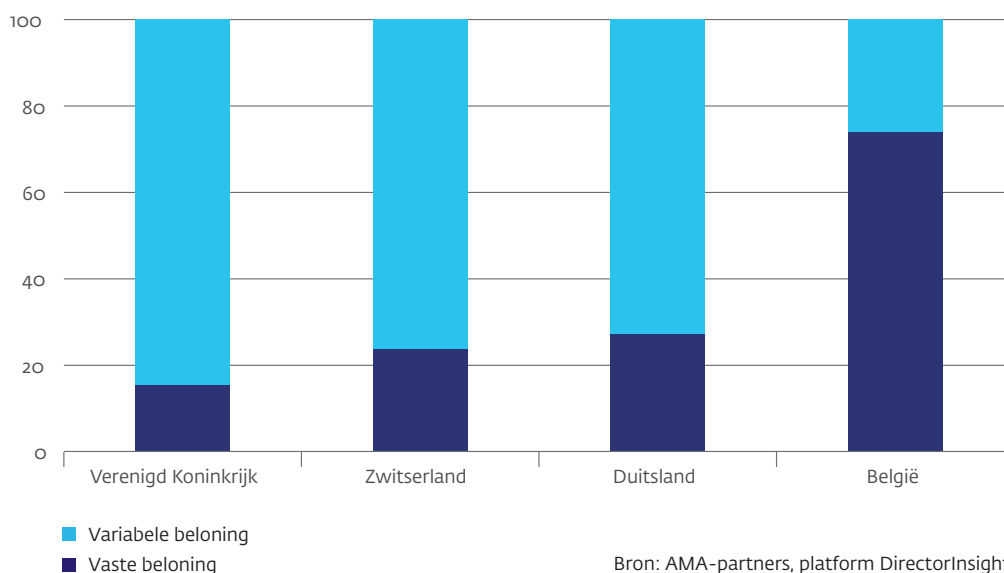


Bron: AMA-partners, platform DirectorInsight.

Omdat veel Nederlandse pensioenfondsen klant zijn bij buitenlandse financiële instellingen, is het van belang dat zij oog hebben voor de risico's die voortvloeien uit de beloningspraktijk van deze instellingen. De beloningspraktijk van buitenlandse financiële instellingen wisselt sterk. Zo is het aandeel variabele beloningen voor Belgische bestuurders vergelijkbaar met het aandeel van Nederlandse bestuurders, maar kennen bestuurders in het Verenigd Koninkrijk, Zwitserland en Duitsland gemiddeld wel een grotere component variabele beloning (grafiek 19). De onlangs ingevoerde CRD IV begrenst de variabele beloning in de Europese Unie tot 100%, of bij uitzondering tot 200%, van het vaste salaris. Hierdoor zal het aandeel van variabele beloningen in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland in de toekomst moeten dalen.

Grafiek 19 - Aandeel variabele beloning bestuurders buitenlandse grote banken en verzekeraars

Gemiddelde beloning bestuurders (index, 2013=100)



Beleidsconclusies

Sinds de crisis is er terecht meer aandacht voor prikkelwerking in de financiële sector en de rol die de governance hierbij speelt. Daarbij moet worden bedacht dat er een wezenlijk verschil bestaat met niet-financiële ondernemingen. Omdat financiële instellingen met relatief weinig eigen vermogen opereren, bestaat het gevaar dat aandeelhouders, bestuurders of medewerkers onevenredig profiteren van het nemen van risico, terwijl extreme verliezen voor rekening van andere belanghebbenden komen. Veel nieuw toezichtbeleid stuurt daarom aan op meer 'skin in the game' en een groter risicobewustzijn van betrokkenen, opdat het langetermijnperspectief en het maatschappelijk belang meer worden meegewogen.





















Op verschillende gebieden zijn vorderingen gemaakt: voor aandeelhouders zijn de kapitaaleisen verhoogd en voor crediteuren is *bail-in*-beleid geïntroduceerd (hoofdstuk 3). Aangescherpt beleid gericht op de bestuurders en medewerkers die het risicoprofiel daadwerkelijk beïnvloeden past in deze gedachte.

Ten aanzien van het beloningsbeleid is van belang om te beseffen dat niet alleen de hoogte, maar vooral ook de voorwaarden en uitkeringsvorm van variabele beloningen bepalend is voor de mate van *'skin in the game'* en dus voor het gedrag van medewerkers. Uitkeren in schuldpapier past daarbij en vergt een verdere verandering van de beloningswijze van financiële instellingen. De EBA ontwikkelt momenteel richtlijnen die de regels hiervoor nader zullen duiden. Variabele beloningen kunnen daarnaast bijdragen aan kostenflexibiliteit. Dit vereist echter wel dat financiële instellingen variabele beloningen inhouden bij onvoldoende solvabiliteit of wanneer medewerkers niet aan de prestatiecriteria voldoen. In het verleden gebeurde dit niet altijd. Het ECB-toezicht zal hier nadere invulling aan geven.

Het aangescherpte governance- en beloningsbeleid moet nu in de praktijk verder beslag krijgen. Dit vraagt veel aandacht van de sector zelf, maar ook van toezichthouders. De financiële sector moet, meer dan voorheen, de primaire verantwoordelijkheid nemen om de prikkelwerking aan te passen en beheerst risicogedrag te realiseren. Uiteraard is het daarbij van belang dat zij de governance- en beloningsregels implementeert. Cruciaal is echter dat ook de risicocultuur voldoende verandert, opdat de intentie achter de regels wordt geïnternaliseerd en veranderingen duurzaam verankerd worden. DNB ziet hierop toe en constateert dat de sector deze cultuurverandering heeft ingezet, al lijken de meest zichtbare aanpassingen tot nog toe vooral ingegeven door maatschappelijke druk en regelgeving. Verdere cultuurverandering is dus noodzakelijk. Als hoeder van de cultuur spelen de Raden van Bestuur en Raden van Commissarissen van financiële instellingen bij dit proces een centrale rol.

Annex 1: Macroprudentiële indicatoren

38

	Recentste	Ontwikkeling na 1998			
	waarneming	Min	Max	Gemiddelde	Beschouwde periode
Kredietcondities					
Trendafwijking krediet/bbp-ratio ¹	-19,6	-19,6	18,5	1,4	 1998K1-2014K4
Kredietgroei huishoudens (j-o-j)	-0,9	-1,3	17,1	7,2	 1998K1-2014K4
Kredietgroei niet-financiële bedrijven (j-o-j)	0,1	-7,8	16,8	4,8	 1998K1-2014K4
Huizenprijsgroei (j-o-j)	2,3	-9,9	20,0	3,9	 1998jan-2015feb
Prijsgroei commercieel vastgoed (j-o-j)	-1,2	-7,8	9,2	1,4	 1999K4-2014K4
Loan-to-Value-ratio starters ²	92,2	92,2	101,6	97,6	 1999-2014K1
Loan-to-Income-ratio starters ³	4,4	4,0	4,9	4,5	 1999-2014K1
Lange rente (bp) ⁴	41,6	41,6	566,6	370,0	 1998jan-2015feb
BBB-AAA risicopremie (bp) ⁵	60,0	53,0	509,0	156,6	 2001jan-2015feb
Solvabiliteit banken					
Leverage-ratio CRD IV, fully loaded ⁶	3,3	3,3	3,5	3,4	 2014K1-2014K4
Tier 1-kapitaal/balanstotaal bankwezen (tot 2013K4)	5,0	3,0	5,0	3,9	 1998K1-2013K4
CET1-ratio banken CRD IV, volgens transitierregels	14,3	12,9	14,3	13,5	 2014K1-2014K4
Tier 1-ratio banken obv CRD III (tot 2013K4) ⁷	12,5	8,2	12,8	10,0	 1998K1-2013K4
Liquiditeit banken					
Loan-to-deposit-ratio ⁸	163,6	157,1	198,2	179,3	 1998K4-2014K4
Aandeel marktfinanciering met looptijd < 1 jaar	30,3	16,6	38,3	29,6	 2003aug-2015jan
Geldmarktrente offered-middle rate spread (bp) ⁹	10,7	1,2	186,0	23,2	 1999jan-2015feb
Risicopremie op senior unsecured bankobligaties (bp) ¹⁰	48,4	12,6	321,5	86,3	 1999jan-2015feb
Systeem relevantie					
Omvang bankbalans in procenten bbp	385,8	306,5	562,5	421,3	 1998K1-2014K4
Aandeel G5 banken in balanstotaal bankensector ¹¹	84,8	79,9	90,3	87,1	 1998K1-2014K4
Rating uplift systeemrelevante banken (stappen) ¹²	2,2	2,2	2,3	2,3	 2012-2015
Concentratie uitzettingen Nederlandse banken¹³					
Totaal schuldbewijzen en leningen	Nederland	Buitenland			2014K4
Centrale bank	49,3	50,7			
Overheden	0,4	0,5			
Kredietinstellingen	4,3	7,0			
Overige financiële bedrijven	1,3	13,9			
Overige financiële bedrijven	2,7	5,9			
Niet-financiële bedrijven	12,8	14,9			
Waarvan: Midden- en kleinbedrijf	2,0	3,9			
Waarvan: Commercieel vastgoed	3,4	1,9			
Huishoudens	27,8	8,5			
Waarvan: Hypothecaire leningen	26,5	7,4			
Waarvan: Consumptief krediet	0,8	0,5			

Bron: CBS, BIS, IPD, Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Moody's, DNB.
De cijfers zijn in procenten, behalve wanneer anders aangegeven. Bp = basispunten

- 1 Het verschil tussen a) de ratio van leningen van de niet-financiële private sector en het bbp van Nederland en b) de langetermijntrend van deze ratio, zoals berekend in ESRB Occasional Paper No. 5: Operationalising the countercyclical capital buffer: indicator selection, threshold identification and calibration options.
- 2 De ratio van de het hypotheekbedrag en de waarde van de woning, ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Starters zijn gedefinieerd als personen jonger dan 30 jaar ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Schatting door DNB op basis van een steekproef van Nederlandse hypotheek.
- 3 De ratio van de het hypotheekbedrag en het inkomen van de lener, ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Starters zijn gedefinieerd als personen jonger dan 30 jaar ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Schatting door DNB op basis van een steekproef van Nederlandse hypotheek.
- 4 Het rendement op Nederlandse overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar.
- 5 Het verschil tussen het rendement op internationale bedrijfsobligaties met een BBB kredietbeoordeling en internationale bedrijfsobligaties met een AAA kredietbeoordeling.
- 6 Berekend op basis van de meest recente definitie van de leverage-ratio zoals overeengekomen door het Bazels Comité in januari 2014.
- 7 De hier gerapporteerde Tier 1-ratio is inclusief de zogenoemde Bazel-I-vloer.
- 8 De ratio van leningen (inclusief gesecuritiseerde leningen) en deposito's van de binnenlandse niet-financiële private sector.
- 9 Het verschil tussen 3-maands euriborrente en de 3-maands EONIA swap-index.
- 10 Het verschil tussen het rendement op Europese senior unsecured bankobligaties en de 5-jaars swaprente.
- 11 Het gezamenlijke balanstotaal van de grootste 5 Nederlandse banken (ABN AMRO, ING, Rabobank, SNS Bank en BNG) als percentage van het balanstotaal van de Nederlandse bankensector.
- 12 Het verschil tussen de kredietbeoordeling met en zonder overheidssteun, gebaseerd op Moody's methodologie. Dit is een gemiddelde van ABN AMRO, ING, Rabobank en SNS Bank, gewogen naar balanstotaal.
- 13 Het aandeel van Nederlandse en buitenlandse tegensectoren in de uitzettingen van alle Nederlandse banken, gebaseerd op gerapporteerde geconsolideerde cijfers voor toezichtdoeleinden.

Annex 2: Terugblik op acties DNB naar aanleiding van het OFS

40

De afgelopen jaren heeft DNB in het OFS macrorisico's geïdentificeerd en aanbevelingen gedaan om deze risico's te verkleinen. Deze aanbevelingen zijn voor een groot deel gericht aan financiële instellingen en (inter)nationale beleidsmakers. Naast beleidsbeïnvloeding draagt DNB vanuit haar eigen mandaat bij aan het verkleinen en beheersen van macrorisico's. Dit kan door middel van twee kanalen. Allereerst door de macrorisico's mee te nemen in het microprudentiële toezicht op individuele instellingen (macro-microkoppeling). Ten tweede door de inzet van macroprudentiële instrumenten waarover DNB vanaf begin 2014 beschikt (zie ook hoofdstuk 1 van dit OFS).¹⁰

Dit OFS bevat een terugblik op de belangrijkste macrorisico's, bijbehorende aanbevelingen en relevante acties van DNB sinds 2011. DNB acht het van belang om transparant te zijn over de acties die zijn ondernomen om de gesignaleerde macrorisico's te verkleinen. Dit sluit aan bij de eigen Visie op Toezicht (2014),¹¹ Kabinetsvoorstellen naar aanleiding van twee WRR-rapporten (2014)¹² en eerdere aanbevelingen van de Algemene Rekenkamer (2011)¹³ om waar mogelijk te rapporteren over de acties en effecten van toezicht. Aangezien de ontwikkelingen van de risico's ook afhankelijk zijn van externe factoren die buiten de invloedssfeer van DNB liggen hoeft er niet noodzakelijkerwijs een causaal verband te zijn tussen de status van de risico's en de acties van DNB.

In tabel 1 staat in de eerste kolom een overzicht van de belangrijkste macrorisico's en bijbehorende aanbevelingen die tussen 2011 en 2014 in het OFS zijn beschreven. In kolom twee is de status van het risico weergegeven ten opzichte van de eerste vermelding in het OFS. In de derde kolom staat welke relevante acties DNB heeft ondernomen.

¹⁰ DNB krijgt macroprudentiële instrumenten (DNBulletin, 2013), Stappen voorwaarts in macroprudentieel beleid (DNBulletin, 2014)

¹¹ Visie DNB Toezicht 2014-2018

¹² Kabinetsreactie op WRR-rapporten 'Toezien op publieke belangen' en 'Van tweeluik naar driehoeken' (2014)

¹³ Toezicht van DNB op de stabiliteit van banken (rapport van de Algemene Rekenkamer, 2011)

Tabel 1: Opvolging belangrijkste macrorisico's en aanbevelingen

Nr.	Belangrijkste risico's en aanbevelingen (tussen haakjes het jaar van vermelding in het OFS)	Status risico sinds eerste vermelding in het OFS	Relevante acties DNB
Banken			
1	Onvoldoende kapitaalversterking - Banken moeten hun kapitaalpositie versterken (najaar 2011 tot najaar 2013)	Afgenomen	Toegezien op versnelde toegroei naar Bazel III-kapitaaleisen en extra kapitaalbuffers opgelegd aan systeemrelevante banken
2	Financieringsrisico banken - Terughoudendheid met gedekte financiering is gewenst (najaar 2011 en voorjaar 2013) - Banken moeten afhankelijkheid van marktfinanciering terugdringen (voorjaar 2012)	Afgenomen, zie ook hoofdstuk 1	Toegezien op versnelde toegroei naar Bazel III-liquiditeitseisen en extra liquiditeitseisen opgelegd
3	Verliezen op commercieel vastgoed - Waardering vastgoed moet realistischer (najaar 2012) - Uitvoeren AQR en stresstesten (najaar 2012)	Afgenomen	Asset Quality Review (AQR) op commercieel vastgoed en stresstest uitgevoerd
4	Opwaartse renteschok - Risico's van renteschok vragen om een goede beheersing (voorjaar 2013)	Beperkt veranderd	Onderzoek gedaan naar kwaliteit beheersing renterisico
5	Ineffectieve bail-in - Verankering van bail-in in Europese wetgeving is noodzakelijk (najaar 2013)	Afgenomen, zie ook hoofdstuk 3	Betrokken bij de vormgeving van Europese resolutie wetgeving en oprichting Nationale Resolutie Autoriteit (NRA) binnen DNB
Verzekeraars			
6	Houdbaarheid bedrijfsmodel levensverzekeraars - Levensverzekeraars moeten kosten verlagen, consolidatie kan daarbij helpen (najaar 2011 tot voorjaar 2014) - Verzekeraars moeten streven naar een duurzaam bedrijfsmodel (voorjaar 2014)	Toegenomen, zie ook hoofdstuk 2	Op basis van onderzoek zijn aanbevelingen gedaan aan de sector over kostenreductie en vergroten verdienvermogen
7	Beleggingsverzekeringen ("woekerpolissen") - Als de zorgplicht is geschonden moeten verzekeraars zich inzetten om tot een oplossing te komen (najaar 2011)	Beperkt veranderd	Het belang uitgedragen om tot oplossingen te komen

8	Rendementsgaranties - Verzekeraars moeten terughoudend zijn bij afgifte nieuwe rendementsgaranties (voorjaar 2013)	Beperkt veranderd, zie ook hoofdstuk 2	Toegezien dat garanties juist worden gewaardeerd en aangegeven dat terughoudendheid gewenst is bij het afgeven van nieuwe rendementsgaranties
---	---	--	---

Tabel 1: Opvolging belangrijkste macrorisico's en aanbevelingen (vervolg)

Pensioenfondsen

9	Houdbaarheid pensioenstelsel - Pensioenfondsen moeten hun buffers vergroten (najaar 2011) - Pensioenleeftijd moet worden verhoogd (voorjaar 2012)	Beperkt veranderd, zie ook hoofdstuk 2	Beleidsadvies ten behoeve van nieuw FTK, position paper voor Nationale Pensioendialoog en advies in de SER
---	---	--	--

Systeembreed

10	Risico's huizenmarkt - Verlagen LTV-limiet (najaar 2011 tot voorjaar 2013) - Beperken fiscale prikkels om schuld aan te gaan (najaar 2011 en najaar 2012)	Afgenomen, zie ook hoofdstuk 1	Beleidsadvies over verlaging LTV-limiet en beperking fiscale prikkels tot schuldopbouw
11	Cyberdreigingen - Instellingen moeten hun weerbaarheid vergroten (najaar 2013 en najaar 2014)	Beperkt veranderd	Onderzoek naar maatregelen om financiële instellingen weerbaarder te maken tegen cybercrime
12	Kwetsbaarheid derivatenposities - Betere soliditeit van centrale tegenpartij (CCP) (voorjaar 2014) - Verkleinen impact faillissement CCP (voorjaar 2014) - Terugbrengen procyclische elementen (voorjaar 2014)	Beperkt veranderd	Toezicht op naleving EMIR verplichtingen, onderzoek naar impact van EMIR en aandachtspunten over implementatie gepubliceerd
13	Search for yield en zeepbelvorming - Instellingen moeten realistische rendementsdoelen stellen (najaar 2014)	Toegenomen, zie ook hoofdstuk 1	Onderzoek en aansturing op een prudente houding van financiële instellingen

Nadere toelichting tabel 1

1. Nederlandse banken hebben de afgelopen jaren hun kapitaalpositie verbeterd.¹⁴ DNB heeft erop toegezien dat banken versneld toegroeien naar de Bazel III-kapitaaleisen die gelden vanaf januari 2014. Daarnaast heeft DNB aanvullende kapitaalbuffervereisten gesteld voor de systeembanken: 3% aan Rabobank, ING Bank en ABN AMRO; en 1% aan SNS Bank. Deze buffers mogen geleidelijk worden opgebouwd tussen 2016 en 2019.¹⁵
2. Eind 2014 voldeden Nederlandse banken reeds aan de Bazel III-liquiditeitseisen: de Liquidity Coverage Ratio (LCR) en de Net Stable Funding Ratio (NSFR), die respectievelijk gelden vanaf januari 2015 en januari 2018. DNB heeft erop toegezien dat banken versneld toegroeien naar de Bazel III eisen en heeft waar nodig extra liquiditeitseisen opgelegd naar aanleiding van instellings specifieke liquiditeitsrisico's. Het binnenlandse depositofinancieringsgat van banken is de afgelopen jaren gestaag geslonken van ongeveer EUR 500 miljard in 2008 tot minder dan EUR 400 miljard eind 2014. Dit houdt in dat banken minder afhankelijk zijn van marktfinanciering (zie ook hoofdstuk 1 van dit OFS).
3. Nederlandse banken hebben hun weerbaarheid vergroot om waardedalingen van commercieel vastgoed te kunnen opvangen. DNB heeft in 2013 een Asset Quality Review (AQR) en stresstesten uitgevoerd bij systeemrelevante banken. Daarbij zijn de balansen doorgelicht specifiek met het oog op de risico's ten aanzien van commercieel vastgoed. Dit heeft geleid tot realistischer waarderingen, hogere voorzieningen en een projectie van de te verwachten verliezen per instelling.
4. In een aanhoudende lage renteomgeving bestaat het risico op een onverwachte opwaartse renteschok. DNB heeft in 2013 onderzoek gedaan naar het renterisico bij banken en het scenario van een opwaartse renteschok is meegenomen in stresstesten. Nederlandse banken zijn zich bewust van het belang van goed renterisicomanagement.
5. Bail-in is officieel vastgelegd in de Europese richtlijn voor de herstel- en afwikkeling van banken (BRRD) en in de verordening van het Single Resolution Mechanism (SRM). Het bail-in instrument wordt volledig van kracht vanaf januari 2016. Een onderdeel daarvan is dat banken voldoende verliesabsorberend vermogen hebben op het moment van resolutie, zodat bail-in ook daadwerkelijk kan worden toegepast (zie ook hoofdstuk 3 van dit OFS). DNB is betrokken bij de vormgeving van Europese en nationale resolutie wetgeving. Daarnaast is DNB per januari 2015 aangewezen als Nationale Resolutie Autoriteit (NRA).¹⁶
6. Door de aanhoudende lage rente en een dalende vraag naar individuele levensverzekeringen staat de houdbaarheid van het bedrijfsmodel van levensverzekeraars onder druk (zie ook hoofdstuk 2 van dit OFS). In 2014 heeft DNB een onderzoek gedaan naar de toekomstbestendigheid van de Nederlandse verzekeringssector. De uitkomsten dat levensverzekeraars hun verdienvermogen moeten vergroten en dat kostenreductie noodzakelijk is, zijn gedeeld met de sector.¹⁷

¹⁴ Banken groeien mee met steeds strenger wordende eisen Bazel III (DNBulletin, 2014)

¹⁵ Extra buffervereiste vergroot de weerbaarheid van Nederlandse systeembanken (DNBulletin, 2014)

¹⁶ Nieuwe stappen in beheerste aanpak van bankfalen (DNBulletin, 2015)

¹⁷ Toekomstbestendigheid levensverzekeraars onder de loep (DNBulletin, 2014)

- 44
7. Bij (in het verleden) uitgegeven polissen kan het zijn dat verzekeraars de zorgplicht hebben geschonden bij het afsluiten van een beleggingsverzekering. DNB houdt de ontwikkelingen in het dossier beleggingsverzekeringen in de gaten en spreekt hierover met verzekeraars, de AFM en het Ministerie van Financiën.
 8. Bij nieuwe verzekeringspolissen en collectieve contracten worden minder (hoge) rendementsgaranties afgegeven. Dit is echter nog geen oplossing voor de risico's in de reeds bestaande portefeuilles (zie ook hoofdstuk 2 van dit OFS). DNB heeft onderzoek gedaan naar uitstaande garanties, ziet toe dat de afgegeven garanties correct worden gewaardeerd in de technische voorzieningen en heeft aangegeven dat terughoudendheid gewenst is bij afgeven van nieuwe rendementsgaranties.
 9. Een steeds ouder wordende bevolking en langdurig lage rente tast de houdbaarheid van het pensioenstelsel aan (zie ook hoofdstuk 2 van dit OFS). De pensioenleeftijd wordt nu geleidelijk verhoogd. Verder is per januari 2015 een nieuwe financieel toetsingskader (nFTK) ingevoerd, waarover DNB heeft geadviseerd.¹⁸ Het nFTK voorziet onder meer in hogere buffers van pensioenfondsen en vangt schokken zoals een rentedaling geleidelijker op. Het kabinet is gestart met de Nationale Pensioendialoog om het pensioenstelsel verder te moderniseren. DNB draagt bij aan deze dialoog en brengt advies uit in de SER.¹⁹
 10. In 2012 heeft het kabinet wetgeving ingevoerd waardoor de kwetsbaarheid van huishoudens voor huizenprijsdalingen en het risico op hypotheekverliezen daalt. Ten eerste wordt het maximale tarief waartegen rente mag worden afgetrokken geleidelijk beperkt. Ten tweede is de hypotheekrenteaftrek voor nieuwe hypotheekleningen alleen nog mogelijk wanneer die annuïtair worden afgelost. Ten derde wordt de Loan-to-Value (LTV)-limiet afgebouwd van 106% in 2013 tot 100% in 2018 (zie ook hoofdstuk 1 van dit OFS). DNB heeft gepleit voor verlaging van de maximaal toegestane LTV-ratio en beperking van fiscale prikkels voor schuldopbouw.²⁰
 11. Instellingen nemen additionele maatregelen om cyberaanvallen tegen te gaan, maar het risico blijft actueel omdat financiële instellingen van nature afhankelijk zijn van informatietechnologie en de uitingsvormen van cyberdreigingen voortdurend veranderen.²¹ DNB heeft onderzocht welke maatregelen banken tegen cyberdreigingen kunnen nemen. Daarnaast volgt DNB de periodieke risicoanalyse van banken om maatregelen te testen en wordt bezien of de testkwaliteit op een hoger plan kan worden gebracht.
 12. Nieuwe regelgeving stuurt aan op meer onderpandisen en centrale afwikkeling van derivaten. Dit is vastgelegd in de European Market Infrastructure Regulation (EMIR). DNB ziet (samen met de AFM) erop toe dat Nederlandse CCP's en andere financiële instellingen aan EMIR-verplichtingen voldoen. Daarbij heeft DNB onderzoek gedaan naar de impact van EMIR en op basis daarvan aandachtspunten voor instellingen bij de implementatie van EMIR gepubliceerd.²²

18 Naar een schokbestendiger, stabielere en evenwichtiger pensioen (DNBulletin, 2014)

19 Position Paper DNB ten behoeve van de nationale pensioendialoog (2015)

20 Economie gebaat bij minder fiscale prikkels tot sparen en lenen (DNBulletin, 2015)

21 Systeemrisico's door cyberdreigingen (DNBulletin, 2015)

22 EMIR aandachtspunten (Open Boek Toezicht, 2014)

13. Het opkoopprogramma van staatsobligaties door de ECB zal bijdragen aan een langdurig lage rente en daarmee het risico van search for yield vergroten (zie ook hoofdstuk 1 van dit OFS). DNB doet onderzoek naar search for yield en stuurt via het microprudentiële toezicht en stresstesten aan op een prudente houding van financiële instellingen.

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEM

De Nederlandsche Bank N.V.
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam
020 524 91 11
dnb.nl