

Risico's in het financiële stelsel, monetair beleid en bankenbuffers

Hans Stegeman 29/05/2018

- **Risico's in het mondiale financiële systeem bereiken nieuw hoogtepunt**
- **Monetair beleid heeft hier ontegenzeggelijk aan bijgedragen**
- **Ruimte voor Nederlandse beleidsmakers om risico's te temperen beperkt. Het verhogen van bankenbuffers kan bijdragen aan meer stabiliteit, maar is onvoldoende om alle risico's uit te bannen.**

In deze bijdrage ga ik kort in op de risico's in het financieel stelsel, het huidige monetaire beleid en wat er binnen de Nederlandse beleidscontext aan kan worden gedaan om de toenemende risico's te temperen. De conclusie: hogere bankenbuffers kunnen bijdragen aan meer financiële stabiliteit, maar lossen de grote risico's in het financiële stelsel niet op. Daarvoor is een wijziging van het monetaire beleid plus een internationale aanpak nodig.

Toenemende risico's

Nagenoeg alle experts zijn het er over eens dat de risico's in het financiële stelsel weer flink toenemen.¹ Ze wijzen bijvoorbeeld op de hoge schulden van overheden en de private sector wereldwijd. De mondiale schuldenberg is met 230% hoger dan ooit. Ook de schuldintensiteit van de economische groei is inmiddels weer hoger dan vlak voor de crisis in 2008: voor elk procentpunt mondiale groei neemt de mondiale schuld met 2,4%-punt toe.² Het overschot aan liquiditeit heeft een mondiale *search for yield* aangewakkerd. De historisch hoge beurswaarderingen van bedrijven weerhouden de investeerders er niet van om hun vermogen in die bedrijven te steken. Bij gebrek aan beter – andere beleggingscategorieën zoals obligaties kennen een relatief laag verwacht rendement – nemen alternatieve beleggingen een enorme vlucht. Omdat alternatieve beleggingen zich goeddeels aan het standaard toezichtkader onttrekken, zijn de risico's niet goed zichtbaar.

De financiële sector heeft na de crisis drie belangrijke veranderingen doorgemaakt. Ten eerste zijn de balansen van banken in de afgelopen tien jaar versterkt: er zijn nog maar weinig banken met een *leverage ratio* onder de 4% en vele hebben hun complexe en daardoor risicovolle activiteiten via de bankbalans teruggebracht.³ In het versterken van de bankbalansen heeft de eurozone overigens minder vooruitgang geboekt dan bijvoorbeeld de VS. Verschillen in definities even daargelaten, scoren Europese banken slechter in de verbetering van de gemiddelde *leverage ratio* en de *loan-to-deposit ratio*.

¹ Zie bijvoorbeeld Jean Claude Trichet in FD: <https://fd.nl/economie-politiek/1252029/financieel-systeem-is-misschien-wel-kwetsbaarder-dan-ooit>, Wellink en Hoogervorst in Telegraaf: <https://www.telegraaf.nl/financieel/1786549/nieuwe-crisis-ligt-op-de-loer-alarm-om-historisch-hoge-schuldenberg>, IMF, Global Financial Stability Report, A bumpy road ahead <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/04/02/Global-Financial-Stability-Report-April-2018>

² Natuurlijk staat tegenover deze schuld ook bezit. Het probleem is echter dat dit inflatoir werkt: de waarde van huizen en aandelen is aanzienlijk toegenomen door die grote vraag, terwijl het aandeel productieve investeringen nauwelijks is toegenomen.

³ IMF (2018), GFSR <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/04/02/Global-Financial-Stability-Report-April-2018> en BIS (2018), Structural changes in the banking sector. <https://www.bis.org/publ/cgfs60.htm>

Ten tweede zijn de mondiale kapitaalstromen groter geworden. Een goed voorbeeld hiervan is de ontwikkeling van de huizenprijzen. Zeker in de grote steden van de rijke landen is die steeds meer gesynchroniseerd. Prijsontwikkelingen reflecteren daardoor steeds minder de lokale vraag- en aanbodverhoudingen (en dus ook lokale financiële condities) en steeds meer de mondiale vraag- en aanbodverhoudingen op vooral de kapitaalmarkten. In Nederland worden bijvoorbeeld steeds meer woningen in Amsterdam zonder voorbehoud gekocht door buitenlandse partijen.⁴ De mondiale liquiditeitveranderingen hebben duidelijke lokale gevolgen, terwijl lokale oplossingen daar niet tegen zijn opgewassen. Dit vergroot de risico's in het financiële systeem.

Tot slot worden de mondiale kapitaalstromen steeds vaker bestuurd door algoritmen en/of automatismen. *Automated trading* is goed voor 80% van de totale activiteit op de financiële markten. Een van de meest zichtbare uitingen daarvan is de toename van passief beleggen. Hiermee wordt bedoeld dat de belegging wordt gekoppeld aan de ontwikkeling van een vooraf gespecificeerde index. De massale inleg in deze zogenoemde exchange traded funds – mondiaal bijna 5 biljoen dollar – versterkt kuddegedrag: de effecten van koersontwikkelingen worden versterkt doordat een grote groep beleggers alleen op de koers stuurt en dezelfde beslissingen neemt.

Deze passieve indexfondsen maken gebruik van algoritmen die gebaseerd zijn op data uit het verleden. De recente, relatief rustige en ruime marktcondities wegen dan zwaar. De prestaties van passieve beleggingsstrategieën in andere marktomstandigheden zijn daarom onvoorspelbaar. Onderzoek van de Bank of England⁵ laat zien dat handel op basis van algoritmen in tijden van marktturbulentie zorgt voor slechte liquiditeit en inefficiënte prijzen, waardoor schokken worden versterkt.

Financiële crises kennen vaak eenzelfde afloop, maar meestal niet dezelfde oorzaak. De huidige risico's zijn groot. Het mondiale financiële systeem en de ontwikkelingen daarin zijn mijns inziens van grotere invloed op die risico's dan de bankbalansen.

Ruim monetair beleid

Het monetaire beleid van 's werelds belangrijkste centrale banken is ruim. Ongekend ruim zelfs. En hoewel de Federal Reserve (Fed) - het Amerikaans stelsel van centrale banken - en de Bank of England begonnen zijn de beleidsrentes te verhogen, zijn de Europese Centrale Bank (ECB) en ook de Bank of Japan (BoJ) nog niet zover. Sterker nog, de ECB zal naar verwachting de rente in ieder geval dit jaar niet verhogen.

Voor de ECB was het inzetten van het onconventionele monetaire beleid vooral een reactie op de eurocrisis, die vanaf 2012 door ingrijpen van de ECB - Draghi's *whatever it takes* - onderdrukt is. Letterlijk, want alle risico's die tijdens de eurocrisis zijn ingeprijsd zijn, deden er de afgelopen jaren amper meer toe.

Het behoeft nauwelijks toelichting dat dit ruime monetaire beleid negatieve bijwerkingen heeft. Een drietal is desalniettemin het vermelden waard.

⁴ Zie PBL (2016). Aandeel buitenlandse beleggers op Nederlandse vastgoedmarkt neemt toe maar blijft beperkt ten opzichte van het totale beleggingsvolume. <http://www.pbl.nl/publicaties/aandeel-buitenlandse-beleggers-op-nederlandse-vastgoedmarkt-neemt-toe-maar-blijft-beperkt-ten-opzichte-van-het-total>

⁵ Algos all go? 2 may 2018. Bank Underground blog. <https://bankunderground.co.uk/2018/05/02/algos-all-go/>

Ten eerste leidt dit monetaire beleid, door de overliquiditeit die het heeft veroorzaakt, tot een *search for yield*. De hoge waarderingen van alle assets, van huizen tot aandelen, zijn grotendeels toe te schrijven aan de bijwerkingen van ruim monetair beleid. De risico's hiervan beschreef ik al eerder in dit artikel.

Ten tweede leidt dit beleid tot inertie in de economie. De overdaad aan kapitaal en de lage rente leiden ertoe dat ook slecht presterende bedrijven zich nog steeds weten te financieren. Er is voor hen daarom minder dringend behoefte om structurele problemen aan te pakken. Op langere termijn beperkt dit het groeivermogen van de economie omdat er te weinig *creative destruction* plaatsvindt: kapitaal blijft aangewend in inherent laagproductieve assets.⁶

Overheden lijden aan hetzelfde ontkenningsgedrag. In de eurozone zijn dankzij het ruime monetaire beleid de rentelasten voor de lidstaten met gemiddeld 1%-punt gedaald tot 1,5% van het bbp. De overheidsschuld in de eurozone is in diezelfde periode gestegen van 65,4% naar 70% in 2018, en landen voldoen zelfs in hoogconjunctuur nog niet of nauwelijks aan de criteria zoals afgesproken in Maastricht. Overheden in de eurozone maken hierdoor – gemiddeld – te weinig vaart met structurele hervormingen, waardoor de slagkracht om via de begroting een volgende recessie te bestrijden zeer beperkt is, zeker in Zuid-Europa.

Ten derde verstoren de opkoopprogramma's van de ECB de prijsverhoudingen op de bedrijfs- en staatsobligatiemarkten. Natuurlijk is het drukken van de prijzen een bedoelde consequentie van het beleid, zodat bedrijven en overheden makkelijker kapitaal kunnen aantrekken om te investeren. De effecten ervan op de prijs zullen echter langdurig zijn. Na beëindiging van het programma kan de ECB namelijk niet zomaar obligaties gaan verkopen tegen marktwaarde. De opbrengst zou op de balans van de ECB terechtkomen en aldus monetaire financiering zijn. Dit mag de ECB statutair niet doen. En dus zal de ECB de opgekochte obligaties op de balans moeten houden tot expiratie. Gegeven de gemiddelde looptijd van de obligaties zal dit leiden tot een jarenlang prijseffect.

Daarnaast leidt het ECB-beleid tot een bevoordeling van niet-duurzame bedrijven in hun financiering. Bijna tweederde van de aangekochte bedrijfsobligaties komt van bedrijven uit de industrie en elektriciteits- en gasproductie. Samen zijn die goed voor bijna 60 procent van de uitstoot van broeikasgassen in de eurozone, maar voor slechts 18 procent van de toegevoegde waarde.⁷ Broeikasgas-intensieve bedrijven kunnen daardoor zeer goedkoop investeringen doen en hun balans herstructureren, en worden daarmee bepaald niet geprikkeld om te verduurzamen.

Ondanks al deze negatieve bijwerkingen van het monetaire beleid is het de vraag of het anders had gekund en of er sneller had kunnen en moeten worden afgebouwd. Om twee redenen is het antwoord op deze vragen ontkennend. Ten eerste had de ECB in 2012 de facto geen keuze. Vergeet niet dat ECB in 2011 nog een manmoedige poging had gedaan de beleidsrente te verhogen. De inertie van politici en de ernst van de eurocrisis heeft de ECB genoopt vergaande stappen te nemen – tot aan de grens van hun mandaat. We weten niet wat er gebeurd zou zijn als de ECB dat niet had gedaan. Maar het is zeer waarschijnlijk dat de politiek niet zo snel tot eenzelfde oplossing was gekomen. Om de financiële stabiliteit te herstellen, kon de ECB niet anders dan verregaand ingrijpen.

⁶ Zie bijvoorbeeld: BIS (2017). Credit misallocation during the European financial crisis. BIS Working Papers 669. <https://www.bis.org/publ/work669.htm>

OECD (2017). Breaking the Shackles: Zombie Firms, Weak Banks and Depressed Restructuring in Europe. Economics Department Wp. 1433.

[http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP\(2017\)65&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=ECO/WKP(2017)65&docLanguage=En)

⁷ Matikanen et al. (2017). The climate impact of quantitative easing. http://www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/wp-content/uploads/2017/05/ClimateImpactQuantEasing_Matikainen-et-al-1.pdf?utm_medium=email&utm_source=newfoundation&utm_content=3+-+New+research&utm_campaign=banks-05-Jul&source=banks-05-Jul

Ten tweede is in de afgelopen vijfendertig jaar na elke crisis de (lange en korte) rente lager uitgekomen, om vervolgens ook niet meer terug te keren naar het niveau van voor de crisis. Dit doet vermoeden dat er sprake is van een onderliggende trend van een dalende lange termijnrente. De historisch gezien relatief lage structurele groeiverwachtingen voor Westerse economieën, de spaaroverschotten als gevolg van vergrijzing en de mondiaal lage investeringsgraad ondersteunen dit vermoeden, hoewel het ook een onderschat gevolg kan zijn van monetair beleid.⁸ Wat ook de oorzaak is, de langdurig lage rente maakt de wereldeconomie steeds gevoeliger voor renteschokken, waardoor centrale banken nog terughoudender zijn met renteverhogingen.

Beperken van risico's

Financiële dienstverlening gaat natuurlijk altijd met risico's gepaard. Het goed managen van kredietrisico en liquiditeitsrisico zijn de kern van wat een bank doet. Het beperken van risico's gaat vooral over risico's zoals die zich nu manifesteren.

De hierboven geschetste risico's in het financiële systeem en de effecten van monetair beleid zijn zonder uitzondering mondiale verschijnselen, die vragen om een aanpak op mondiaal, of in ieder geval Europees niveau. Een gecontroleerde en internationaal gecoördineerde aanpak om het monetair beleid snel te verkrappen staat daarbij met stip op nummer één. Inmiddels bevindt de economie zich, zeker in de Verenigde Staten, al behoorlijk laat in de conjunctuurcyclus. Er is daarom niet veel tijd meer om nog enige monetaire speelruimte te creëren.

Een bijkomende logische ontwikkeling zou een internationaal gecoördineerde aanscherping van de regelgeving zijn. Maar, en laten we daar vooral niet omheen draaien, de trend is momenteel precies de andere kant op. In de VS is kort geleden de versoepeling aangekondigd van de zogenoemde Volcker-rule uit 2010⁹. Voor de Amerikaanse banken wordt het daardoor waarschijnlijk weer makkelijker om voor eigen rekening te handelen. Daarnaast heeft het vorige week gesloten akkoord in Europa over het 'bankenpakket'¹⁰ meer van doen met een compromis in aansprakelijkheid op risico's tussen landen dan verdere aanscherping van de eisen die gesteld worden aan banken. Voor Nederland betekent het bijvoorbeeld een verlaging van de ongewogen bankenbuffer (leverage ratio) ten opzichte van de huidige situatie. En niet het totale pakket aan maatregelen veronachtzamen ten aanzien van de Europese bail-in regelgeving, de inmiddels al nagenoeg verdubbelde kapitaalvereisten (CET1) de bankenunie en het daarmee samenhangende verzwaarde toezicht, is het zeer de vraag of dit genoeg is om een volgende systeemcrisis het hoofd te bieden.

Bankenbuffers

Risicobeperking op nationaal niveau draait vooral om het verhogen van de buffers. Afgemeten aan de leverage ratio's van banken zijn die in Nederland als gevolg van wetgeving de afgelopen jaren toegenomen.¹¹ Toch is een leverage ratio van 4%, laat staat 3% als minimumvereiste laag, zowel in

⁸ Borio et al. (2017). Why so low for so long? A long-term view of real interest rates. BIS working paper No. 685. <https://www.bis.org/publ/work685.pdf>

⁹ Zie FT, US banks can now expect a streamlined Volcker rule 2.0, 25 mei 2018. <https://www.ft.com/content/25ef17c2-5fd6-11e8-9334-2218e7146b04>

¹⁰ Zie FT, EU finance ministers strike deal to make banks less risky. 25 mei 2018. <https://www.ft.com/content/b26f27dc-6003-11e8-9334-2218e7146b04>

¹¹ Ook de (risicogewogen) kapitaalratio's zijn gestaag toegenomen. Afgemeten aan de telkens van definitie gewijzigde gewogen kapitaalratio's (huidig CET1) is sprake van nagenoeg een verdubbeling in tien jaar tijd. Dit proces heeft vooralsnog niet geleid tot een lagere kredietverlening die remmend werkte op de economische groei. Wel is de omvang van de Nederlandse bankensector afgenomen, vooral als gevolg van de opsplitsing van ABNAMRO en het afstoten van activiteiten door ING.

internationaal perspectief als ook in Nederlands historisch perspectief.¹² Een (aanzienlijk) hogere leverage ratio draagt bij aan een stabielere bankensector. Bovendien biedt deze ratio weinig arbitragemogelijkheden voor banken.¹³

De kapitaalgewogen ratio's zijn de afgelopen jaren behoorlijk toegenomen. Toch is het de vraag of dit hoog genoeg is, gezien de opdoemende risico's. De Nederlandse speelruimte om buffers te verhogen is beperkt, zeker gezien de laatste stand van zaken in Europa. Zou Nederland in zijn eentje overgaan tot een verhoging, dan leidt dat tot een ongelijk speelveld voor de Nederlandse bancaire sector. Buitenlandse partijen, die minder kapitaal aan hoeven te houden, kunnen goedkoper leningen verstrekken. Dit kan leiden tot een kleinere binnenlandse financiële sector en dus minder risico's vanuit de grootte van de Nederlandse financiële sector. Het is echter maar de vraag of hogere buffers uiteindelijk resulteren in lagere binnenlandse risico's. Buitenlandse partijen kunnen immers nog steeds Nederlandse klanten bedienen en opzadelen met (te) veel schuld. En aan de andere kant: mochten buitenlandse banken de Nederlandse markt mijden, dan kan het aanbod voor de Nederlandse klanten verschrallen en duurder worden, de lagere risico's ten spijt.

Concentratie- en duurzaamheidsrisico's

Niet alle risico's zijn te ondervangen met extra buffers. Aanvullend beleid is nodig om concentratierisico's en duurzaamheidsrisico's op de bankbalans te ondervangen.

Voor de Nederlandse situatie geldt vooreerst dat hypotheekleningen nog steeds een groot deel uitmaken van de bankbalansen.¹⁴ Hoewel hypotheekleningen in de afgelopen jaren relatief weinig problemen hebben opgeleverd, is het de vraag is of de hypotheekschuld (1) zo hoog moet zijn en (2) op de balansen van banken moet staan. Dit kabinet vermindert weliswaar in kleine stapjes de subsidie op hypotheekschuld (hypotheekrenteaftrek), maar verdere afbouw blijft nodig.¹⁵ Een lagere bruto schuld maakt huishoudens minder gevoelig voor schommelingen in de huizenprijzen en draagt bij aan de financiële stabiliteit. Ook een diverser financieel stelsel, met meerdere aanbieders versterkt de concurrentie. Het aandeel van banken in de hypotheekfinanciering is aan het dalen. De drie grootbanken verstrekken op dit moment iets meer dan 50% van de nieuwe hypotheekleningen.¹⁶ Ook maakt een groter en pluriformer aantal partijen het systeem beter bestendig tegen veranderende marktomstandigheden.

Een tweede type risico is het duurzaamheidsrisico. De aanpassing van de wereldeconomie aan het veranderende klimaat heeft na het akkoord van Parijs een aanzienlijke impuls gekregen. De risico's die met klimaatverandering samenhangen zijn fysieke risico's (de risico's van overstromingen, etc.) en de transitierisico's (de risico's van assets op de balans die snel in waarde dalen). Vooral die laatste categorie zal de komende jaren een steeds groter risico vormen voor de financiële stabiliteit. Daarom is het goed dat

¹² Zie Boonstra, W.W., B.J. Giesbergen en J. Mooij (2016). Een historisch profiel van de leverage ratio van het Nederlandse bankwezen. Rabobank Special. <https://economie.rabobank.com/publicaties/2016/juli/een-historisch-profiel-van-de-leverage-ratio-van-het-nederlandse-bankwezen/>

¹³ De kans bestaat natuurlijk dat banken meer risico's gaan nemen om zo op hun beschikbare kapitaal een hoger rendement te maken. Daarom moet niet alleen naar een leverage ratio gekeken worden, maar ook naar de andere CET1-ratio.

¹⁴ Grootbanken hebben 75% van het hypotheekvolume op hun balans staan. Zie: DNB (2018). Kredietmarkten in beweging. https://www.dnb.nl/binaries/Kredietmarkten%20in%20beweging_tcm46-349599.pdf

¹⁵ Deze gunstige behandeling van schuldfinanciering geldt ook voor het bedrijfsleven. Vermindering van de voorkeursbehandeling van vreemd vermogen (rente-aftrek) stimuleert ook daar nog steeds bancaire kredietverlening.

¹⁶ IG&H hypotheekupdate. https://www.igh.nl/wp-content/uploads/2018/05/IGH_Hypotheekupdate_Q1_2018.pdf

DNB de Nederlandse banken verplicht te rapporteren over hun *carbon footprint*. Maar dit gaat nog niet ver genoeg. Wat zou helpen is als voor bewezen risicovolle activa vanuit duurzaamheidsoptiek ook meer kapitaal zou moeten worden aangehouden: een 'bruine correctiefactor'.¹⁷

Conclusie

De risico's in het financiële stelsel zijn op dit moment groot. Zeker op de middellange termijn is het niet onwaarschijnlijk dat dit tot uitdrukking komt in scherpe correcties van onderliggende waarden (aandelen, vastgoed). Waar de besmetting in 2008 vooral via bankbalansen, en vervolgens in Europa via de verwevenheid van banken en overheden, verliep, zal het bij een nieuwe crisis vermoedelijk anders zijn. Vanuit dit oogpunt valt een versnelde verkrapping van het monetair beleid te prefereren. Second best is aanscherping van internationale regulering daar waar het gaat om de financiële sector en het systeem van schaduwbanken.

De ruimte voor nationaal beleid is beperkt. Maar hogere bankbuffers in Nederland, tezamen met het tegengaan van concentratie- en duurzaamheidsrisico's kunnen de Nederlandse financiële sector stabielere maken.

¹⁷ New pathways: Building blocks for a sustainable finance future for Europe.
<https://www.triodos.com/downloads/425586/782026/New-Pathways-Building-Blocks-for-a-sustainable-finance-future-for-Europe.pdf>