



Overzicht
Financiële Stabiliteit
Voorjaar 2012

De Nederlandsche Bank

Overzicht Financiële

Stabiliteit

© 2012 De Nederlandsche Bank NV

Oplage: 900

Dit document is samengesteld op basis van data beschikbaar t/m 24 april 2012, 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 4

Samenvatting en aandachtspunten 5

1 De internationale omgeving 9

Box 1: Buffers, aandelenkapitaal en marktkapitalisatie 11

Box 2: Lessen uit Japan 15

2 De Nederlandse economie 19

Box 3: Scenario's nominale hypotheekschuld 23

3 Nederlandse financiële instellingen 31

Voorwoord

Financiële stabiliteit is een rode draad in de taakuitoefening van DNB. Dat gaat verder dan het bewaken van de gezondheid van afzonderlijke onder toezicht staande instellingen. Nadrukkelijk let DNB op de wisselwerking tussen financiële instellingen en hun omgeving: andere instellingen, financiële markten, infrastructuur en de reële economie. Dergelijk beleid gericht op het systeem als geheel wordt ook wel macroprudentieel beleid genoemd. Als onderdeel hiervan publiceert DNB elk halfjaar het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS).

Het OFS schetst risico's die groepen instellingen of hele sectoren raken en het financiële stelsel en uiteindelijk ook de economie kunnen ontwrichten. Het biedt in beknopte vorm een integraal overzicht van deze instellingsoverschrijdende risico's, waarbij de nadruk ligt op risico's voor het Nederlandse financieel systeem en zijn omgeving. DNB schrijft het OFS om belanghebbenden – financiële instellingen, beleidsmakers en het publiek – bewust te maken van deze risico's.

De risicoanalyse in het OFS is zo veel mogelijk vooruitblikkend. Kijken naar de toekomst gaat gepaard met onzekerheid en DNB kan niet alle toekomstige risico's voorzien. DNB beoogt met de kennis van nu een zo goed mogelijke analyse te geven van toekomstige bedreigingen. Waar mogelijk doet DNB voorstellen voor beleid dat risico's tegen kan gaan. De analyses en aanbevelingen in het OFS bieden instellingen en beleidsmakers inzichten om de gevolgen van schokken in het financiële systeem te verkleinen. Dat vormt de eerste verdedigingslinie bij het borgen van de financiële stabiliteit.

Samenvatting en aandachtspunten

De Nederlandse financiële stabiliteit blijft kwetsbaar door drie structurele bedreigingen: de Europese schuldencrisis, toenemende nationale onevenwichtigheden en zorgen over het aanpassingsvermogen van Nederlandse financiële instellingen – bij banken over het financieringsmodel, bij levensverzekeraars over de winstgevendheid en bij pensioenfondsen over de langdurige tekorten.

Europese schuldencrisis

Een liquiditeitsinjectie in de bankensector van netto circa EUR 500 miljard door de ECB heeft de meest acute zorgen over Europese banken en overheden weggenomen. De onderliggende problemen in de muntunie en Europese bankensector zijn echter niet verdwenen. Het Europese groeivermogen is laag en het vertrouwen, cruciaal voor economisch herstel, blijft gering. Vooral perifere landen zijn kwetsbaar door zwakke overheidsfinanciën, een fragiele bankensector en zwakke economische prestaties. De Europese bankensector slaagt er onvoldoende in om marktvertrouwen te herwinnen en is te afhankelijk van centralebankfinanciering.

Europese beleidsmakers en instellingen moeten de adempauze benutten om deze problemen op te lossen. Hun taak wordt bemoeilijkt doordat de schuldencrisis doorwerkt op de conjunctuur. Het risico van een dubbeledip-recessie – beschreven in het vorige OFS – is werkelijkheid geworden, ook in Nederland. Er bestaat een reëel risico dat de economische groei langdurig laag blijft. Traag herstel en laag vertrouwen leiden tot afnemende investeringsstromen naar en binnen Europa, en de bankensector in het bijzonder. Herstel van de interbancaire markt en normale investeringspatronen vereisen geloofwaardige inspanningen om het vertrouwen te herstellen.

Europese beleidsmakers moeten hervormingen blijven doorvoeren. Overheidsfinanciën moeten worden gesaneerd, zowel in de periferie als in de rest van Europa. Structurele maatregelen moeten het groei- en concurrentievermogen van Europese landen herstellen. Versterking van de Europese governance is nodig om te voorkomen dat zich nieuwe onevenwichtigheden opbouwen.

Financiële instellingen moeten het marktvertrouwen herstellen door verliezen niet voor zich uit te schuiven en buffers te verhogen, om zo hun toegang tot kapitaal- en financieringsmarkten te verbeteren.

Europese toezichthouders moeten erop toezien dat banken hun bedrijfsmodellen hervormen en de kapitaalbuffers vergroten.

Nationale onevenwichtigheden

De Europese schuldencrisis legt ook de Nederlandse schuldpositie onder een vergrootglas. De hoge hypotheekschuld, in combinatie met de tegenvallende economische groei en de daling van huizenprijzen, zorgt voor oplopende kwetsbaarheden bij huishoudens, banken en indirect ook bij de overheid. Op dit moment hebben vooral jonge gezinnen een negatieve overwaarde op de woning,

terwijl zij in vergelijking met andere huishoudens het grootste deel van hun inkomen aan rentelasten kwijt zijn en weinig spaargeld hebben.

Er is een spanning tussen het streven naar een lagere hypotheekschuld en een beter financierbaar bankwezen enerzijds, en de wens om de huizenmarkt op gang te brengen anderzijds. Recent aangekondigd beleid dat LTV's (het leenbedrag ten opzichte van het onderpand) terugdringt en fiscale prikkels tot aflossen op nieuwe hypotheekleningen introduceert, helpt deze spanning op termijn weg te nemen.

De schuldpositie van de overheid is beter dan die van huishoudens, maar de publieke financiën zijn sinds het uitbreken van de crisis snel verslechterd. De Nederlandse economie is gebaat bij een solide overheid, zeker gezien de relatief grote bankensector en hoge private schuld. De gezondheid van de overheidsfinanciën bepaalt niet alleen de rente die de overheid zelf betaalt, maar werkt ook door op de financieringskosten voor het bedrijfsleven en huishoudens. Structurele hervormingen zijn, naast directe bezuinigingen, een effectief middel om het groei-vermogen op middellange termijn te versterken en het marktvertrouwen te borgen.

De door het parlement voorgestelde maatregelen gaan de risico's van de verzwakkende overheidsfinanciën en de hoge hypotheekschuld tegen. Het is van belang voor de financiële stabiliteit dat **Nederlandse beleidsmakers** vasthouden aan de voornemens en deze voortvarend invoeren.

Aanpassingsvermogen van de financiële sector

Nederlandse financiële instellingen moeten werken aan hun toekomstbestendigheid, en moeten daarbij rekening houden met een zwak economisch herstel. In de bankensector neemt de kapitaalratio nauwelijks toe en banken zijn te afhankelijk van marktfinanciering. Zij kunnen deze afhankelijkheid slechts langzaam terugdringen, maar wel snel eerste stappen zetten en daarnaast bijdragen aan het versterken van het marktvertrouwen door de kapitaalbuffers verder te vergroten. Daarnaast is transparantie nodig over risicovolle uitzettingen om speculatie van marktpartijen over het vooruitschuiven van verliezen, bijvoorbeeld op commercieel vastgoed, weg te nemen.

De markt voor levensverzekeringen krimpt door vertrouwensverlies in de sector en doordat de vraag naar complexe levensproducten terugloopt, mede door herziene fiscale regelgeving. De kapitaalpositie staat onder druk, door relatief hoge afgegeven garanties en tegenvallende beleggingsresultaten in combinatie met de lage rente.

Ook de buffers van pensioenfondsen zijn door de aanhoudend tegenvallende rendementen en de lage rente uitgehold, en de meerderheid van de fondsen heeft een tekort. Een aanpassing van de pensioenleeftijd is de minst procyclische manier om de houdbaarheid van het pensioenstelsel op de lange termijn te borgen. Dit biedt echter niet zonder meer uitkomst voor de bestaande tekorten.

Banken moeten de afhankelijkheid van marktfinanciering op termijn terugdringen en de toegang tot financiering borgen via het verder versterken van de buffers.

Banken en verzekeraars moeten voorrang geven aan versterking van het eigen vermogen boven winstuitkeringen.

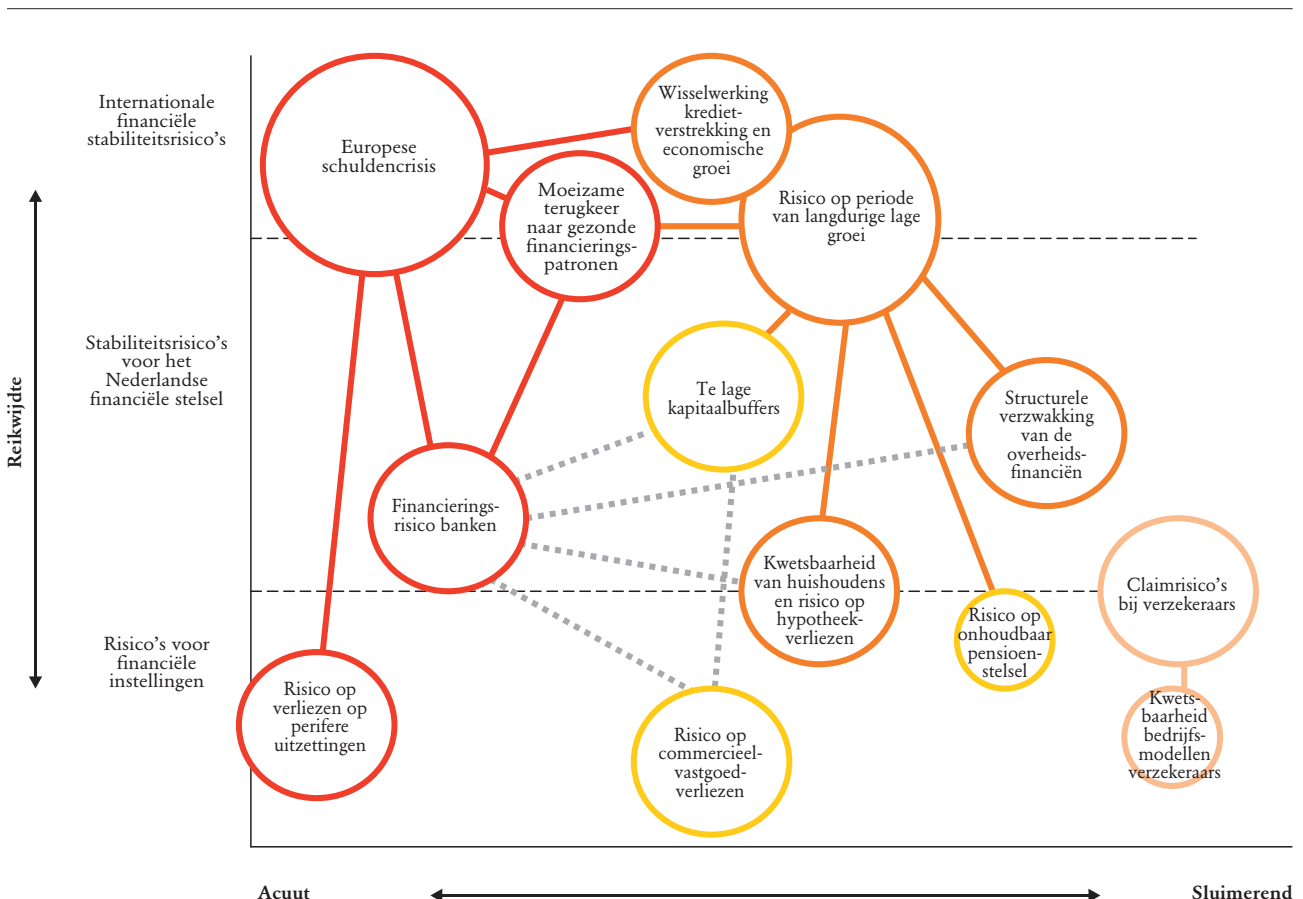
Levensverzekeraars moeten zich inspannen om de noodzakelijke consolidatie in de sector te realiseren. Zij moeten de kosten omlaag brengen en voortvarend bijdragen aan flankerend beleid voor de kwestie omtrent beleggingsverzekeringen, om zo bij te dragen aan herstel van vertrouwen.

Onderstaande risicokaart geeft een grafische samenvatting van de risico's die dit OFS beschrijft. De verticale as laat zien of het gaat om risico's in het internationale financiële stelsel, het nationaal financiële stelsel, of om instellingspecifieke risico's. De horizontale as geeft een indicatie van het tempo waarin het risico zich kan manifesteren. De omvang van de bollen laat de geschatte omvang van het risico zien. Kleuren groeperen risico's met een zeer grote onderlinge wisselwerking, en stippellijnen geven de samenhang tussen risico's weer.

Wijzigingen in de risicokaart ten opzichte van OFS 14

Net als in het vorige OFS domineren de Europese schuldencrisis en verslechterende groeivoorzichten de risicokaart. Het hiermee samenhangende gevaar van een moeizame terugkeer naar gezondere investeringsstromen is een belangrijk nieuw risico, in het bijzonder voor de bankensector. Het in het vorige OFS gesignaleerde risico van een dubbeledip-recessie heeft zich gematerialiseerd. Een aantal risico's vloeit daaruit voort: de achterblijvende bufferopbouw in het financieel stelsel, de potentieel negatieve wisselwerking tussen kredietverstrekking en economische groei en de snel verslechterende overheidsfinanciën.

Belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit



I De internationale omgeving

Met een netto liquiditeitsinjectie in de bankensector van netto circa EUR 500 miljard heeft de ECB een fase van acute stress in de Europese crisis afgewend. Dit heeft een adempauze gebracht, maar de onderliggende problemen in de muntunie en het bankwezen zijn daarmee niet opgelost. Het is essentieel dat Europese beleidsmakers en financiële instellingen de hun gegunde tijd optimaal benutten. Beleidsmakers zullen markten moeten overtuigen dat zij het begrotingsbeleid op orde krijgen en het concurrentie- en groeivermogen binnen Europa structureel verbeteren. Financiële instellingen dienen levensvatbaar te zijn zonder de steun van autoriteiten.

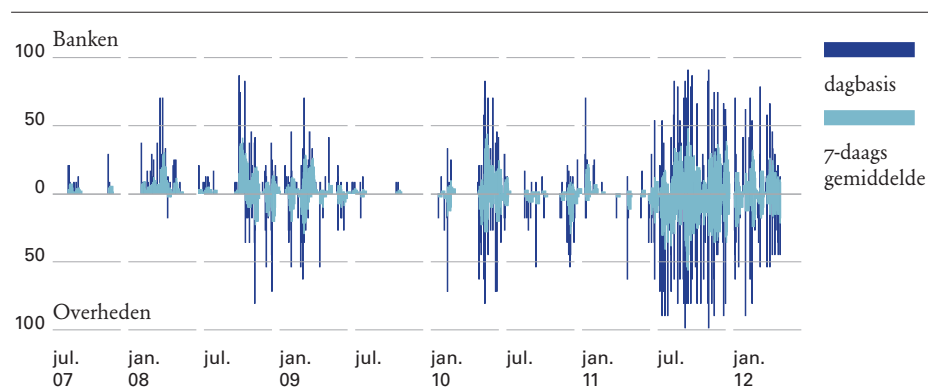
Europese schuldencrisis

Het eind van de Europese schuldenproblematiek is nog niet in zicht. De wisselwerking tussen zwakke overheden en banken escaleerde in de tweede helft van 2011 (grafiek 1). Een precaire situatie ontstond toen in december financieringsmoeilijkheden van zwakke banken zich dreigden te vertalen in paniekverkopen van activa en het stilvallen van de kredietverstrekking.

Om de neerwaartse spiraal te doorbreken heeft de ECB in december 2011 en februari 2012 op grote schaal langlopende leningen aan het Europese bankwezen verstrekt. Zij deed dit met twee driejaars-financieringsoperaties (LTRO's of *longer-term refinancing operations*), afgegeven onder tijdelijk verruimde onderpandvoorwaarden en tegen een rente die substantieel onder de marktrente ligt. Banken kunnen daarmee de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens op gang houden. Zij profiteren bovendien van renteversillen door te investeren in activa met een ten opzichte van de ECB-financiering gunstige rente. Banken kopen bijvoorbeeld staatsobligaties, wat de financieringsdruk met name in perifere landen heeft verlicht, maar als nadeel heeft dat de verwevenheid tussen banken en overheden verder is toegenomen. In totaal heeft de ECB ruim EUR 1 biljoen onder deze faciliteit verstrekt (EUR 489 miljard in december 2011 en EUR 530 miljard in februari 2012).

Grafiek 1 Systeemrisico banken en overheden

Co-excedance van CDS-premies, in procenten.



De Europese crisis escaleert in de tweede helft van 2011

De grafiek toont hoeveel procent van de banken en overheden gelijktijdig een extreme stijging van cds-premies laat zien.

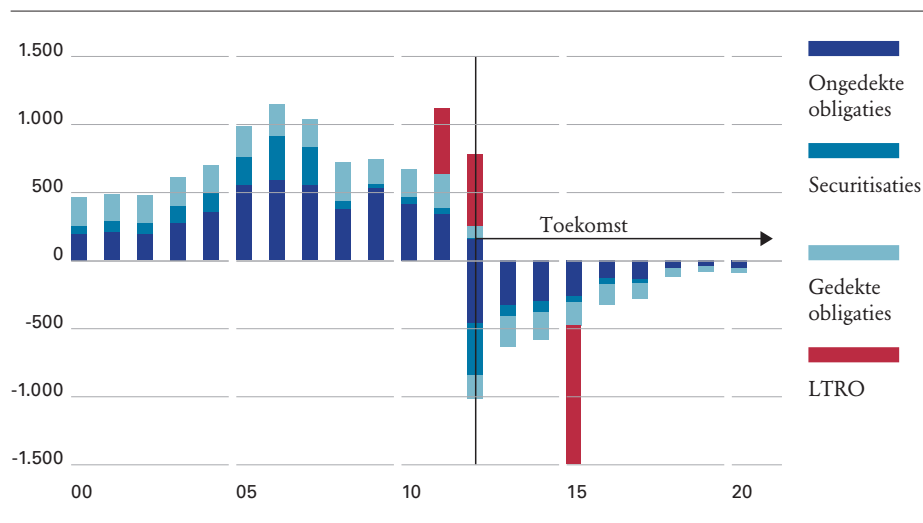
Overheden zijn EU-12 (excl Luxemburg).

Bron: Thomson Datastream en eigen berekeningen.

Grafiek 2 Schulduitgifte en vervallende financiering bankensector – eurogebied en VK

In EUR miljard.

De LTRO stelt de financieringsbehoefte van Europese banken uit tot 2015



Staven boven de horizontale as tonen bruto schulduitgiftes, staven onder de horizontale as tonen vervallende financiering op basis van historische uitgifte. Alle uitgiftes hebben een looptijd van minimaal één jaar en de looptijd voor securitisaties is deels geschat. Beide LTRO's vervallen in 2015.

Bron: Dealogic, ECB en eigen berekeningen.

Het netto bedrag aan additionele leningen is ongeveer de helft daarvan, omdat de LTRO-financiering deels in plaats komt van andere liquiditeitsoperaties van de ECB. De netto omvang van de LTRO benadert het bedrag dat het Europese bankwezen in 2011 op kapitaalmarkten aantrok (grafiek 2).

De LTRO's hebben voor een adempauze in de schuldencrisis gezorgd. Risicopremies op bank- en staatsobligaties zijn sinds de LTRO in december gedaald. Of de actie van de ECB ook de kredietverlening aan de reële economie op peil houdt, is nog onzeker. Zeker is wel dat de LTRO's enige tijd geven om de blik te verleggen van de acute financieringsproblemen van banken en overheden naar de onderliggende oorzaken van de schuldencrisis. Het is nu zaak dat beleidsmakers en instellingen binnen de gegunde tijd met structurele oplossingen voor de problemen komen.

Noodzaak van hervormingen in het bankwezen

De LTRO's doen niets af aan de noodzaak om zwakke banken te hervormen. De ECB-leningen vangen een voorziene piek in de herfinancieringsbehoefte van financiële instellingen in 2012 op. Deze piek is ontstaan toen instellingen die in de eerste fase van de crisis de markttoegang verloren, staatsgegarandeerde leningen uitgaven. Nu is de herfinancieringspiek doorgeschoven naar 2015. Tegelijkertijd ligt de geldmarkt, waarop banken onderling lenen, nog altijd stil; de ECB heeft de rol van de interbancaire markt overgenomen en fungeert als centrale tegenpartij. Banken die structureel of overmatig afhankelijk zijn van de ECB moeten zorgen dat zij zo snel mogelijk weer zelfstandig financiering aan kunnen trekken. Als de huidige situatie lang voortduurt, zal het des te moeilijker zijn om naar normale financieringspatronen terug te keren. Bovendien nemen door het verlengen van de balans van het Eurosysteem de risico's voor de centrale bank toe.

Alleen herstel van vertrouwen in het bankwezen kan dit patroon doorbreken. Banken moeten daarom zo snel mogelijk hun kapitaalpositie verbeteren, transparant zijn over mogelijke verliezen die marktpartijen vrezen en waar nodig herstructureren. De Europese banktoezichthouder EBA onderstreepte deze noodzaak door banken te

dwingen de omvang van de investeringen in staatsobligaties te publiceren en vóór medio 2012 een adequate kapitaalpositie te realiseren. Nationale toezichhouders zullen moeten zorgen dat banken dit doen zonder de kredietverlening overmatig te beperken, door aan te sturen op de verhoging van het eigen vermogen via winstinhouding, kostenbesparing, verkoop van niet-bankgerelateerde activa en waar nodig aandelenemissies. Hoewel de markt uitgesproken moeilijk is, zijn er enkele voorbeelden dat deze laatste optie mogelijk is (box 1).

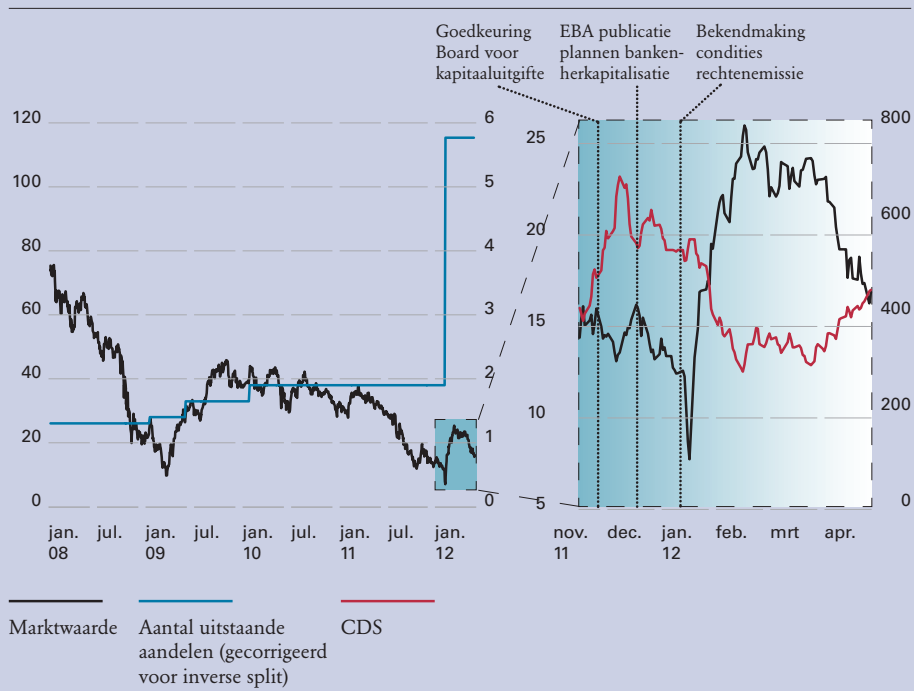
Box 1: Buffers, aandelenkapitaal en marktkapitalisatie

Europese banken moeten hun kapitaalpositie verbeteren en daarbij de reële economie zoveel mogelijk ontzien. Soms biedt winstinhouding of kostenbesparing soelaas, maar een snellere manier om dit te doen is in de vorm van een aandelenemissie. Ophalen van aandelenkapitaal ter verlaging van de hefboom vergroot de weerbaarheid van de bank. De activa nemen toe (als de bank het kapitaal belegt en de verplichtingen constant houdt), of de verplichtingen nemen af (als de bank het kapitaal gebruikt als substituuut voor vreemd vermogen). Door het grotere verschil tussen activa en verplichtingen heeft de bank meer ruimte om verliezen op te vangen.

Sinds het uitbreken van de kredietcrisis heeft een aantal banken aandelenkapitaal uitgegeven. Verscheidene Amerikaanse banken hebben dit in 2009 gedaan naar aanleiding van het Amerikaanse stresstestprogramma SCAP, waarmee de core tier-1 ratio van de sector is toegenomen van 5,4 procent bij aanvang van de crisis tot 10,4 procent nu. Veelal deden banken een claimemissie, waarbij aandeelhouders zelf kunnen beslissen of ze hun belang in de instelling laten verwateren of niet. In 2010 gaf Bank of Ireland kapitaal uit via een claimemissie.

Grafiek 3 Marktkapitalisatie Unicredito neemt toe na aandelenemissie

Linker grafiek: marktwaarde (schaal links) en uitstaande aandelen in miljarden (schaal rechts).
 Rechter grafiek: marktwaarde (schaal links) en cds-premie in basispunten (schaal rechts).



Bron: Thomson Datastream.

Ook de Italiaanse bank Unicredito heeft begin 2012 van het verbeterde sentiment gebruik gemaakt om EUR 7,5 miljard kapitaal op te halen via een claimemissie. Na de uitgifte verbeterde de weerbaarheid van de bank, wat tot uiting kwam in een stijging van de marktwaarde en een daling van de CDS-premie (een maatstaf voor faillissementsrisico).

Noodzaak van hervormingen in Europese landen

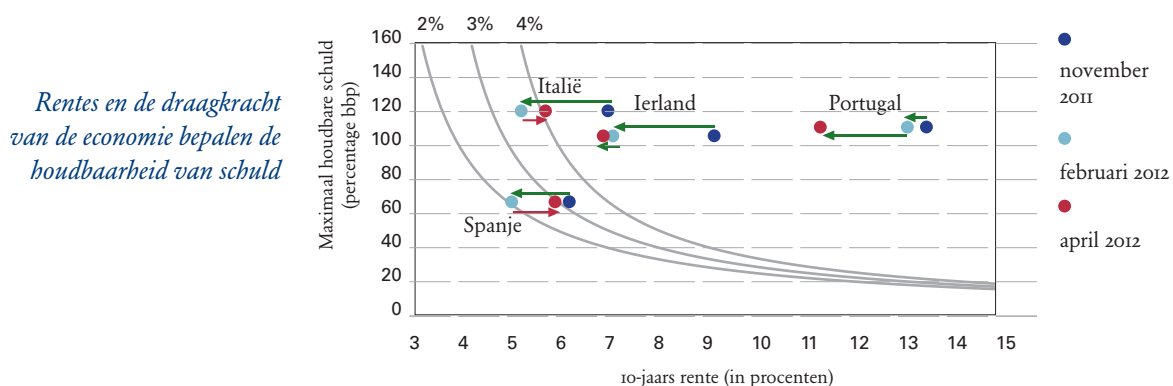
De daling van de risicopremie op staatsobligaties draagt positief bij aan de schuldhoudbaarheid van perifere landen. Bij een hoger rentepercentage wordt eerder het punt bereikt waarop de overheid de schuld niet structureel kan dragen. Dat vergroot twijfels van beleggers over de schuldhoudbaarheid, wat de rente nog verder opdrijft. Deze negatieve spiraal tussen schuldhoudbaarheid en rente manifesteerde zich in 2011 binnen het eurogebied en leidde tot sterk divergerende risicopremies op staatsobligaties.

Nu deze premies worden teruggedrongen, wordt dit zelfversterkende gevaar ingeperkt. Grafiek 4a toont – onder vereenvoudigde modelaannames – dat Italië bij de rentestanden van december 2011 een nominale bbp-groei van ruim boven de vier procent nodig had om zijn schuld structureel houdbaar te maken. Bij de rentestand in april is dit afgenomen, en bij een verdere daling van de rente tot vier procent zou een bbp-groei van twee procent volstaan. Ook de positie van Ierland en Portugal is verbeterd. De markt voor staatsobligaties blijft echter volatiel: Spanje profiteerde tot maart van het betere sentiment, maar de rente liep weer op nadat de overheid tegenvallende begrotingscijfers naar buiten bracht.

Spanje en Italië hebben gebruik gemaakt van de rentedaling om nieuwe obligaties uit te geven die deels aflopende schulden vervangen. Griekenland, Ierland en Portugal zijn door leningen van de EU en het IMF voorlopig nauwelijks afhankelijk van de markt. Ook deze landen zullen op enig moment naar de markt moeten

Grafiek 4a Schuldhoudbaarheid op lange termijn

Maximaal houdbare schuld (percentage bbp) bij positief primair saldo en inflatie van 2 procent.



De grijze lijnen geven de maximale schuldhoudbaarheid voor de verschillende veronderstelde groeipercentages van het nominale bbp op jaarbasis op basis van een mechanische doorrekening. De bollen geven de situaties voor de verschillende periodes weer. De pijlen boven de bollen geven de mutaties van nov-11 naar feb-12 weer en de pijlen onder de bollen geven de mutaties van feb-12 naar apr-12 weer.

Primair saldo is het begrotingssaldo exclusief rentelasten op de staatsschuld.

Bron: Eurostat, Thomson Datastream en eigen berekeningen.

terugkeren. De schuld van Griekenland was onhoudbaar en is daarom in maart geherstructureerd. De ontspanning van obligatiemarkten heeft eraan bijgedragen dat hierbij verdere besmetting is uitgebleven.

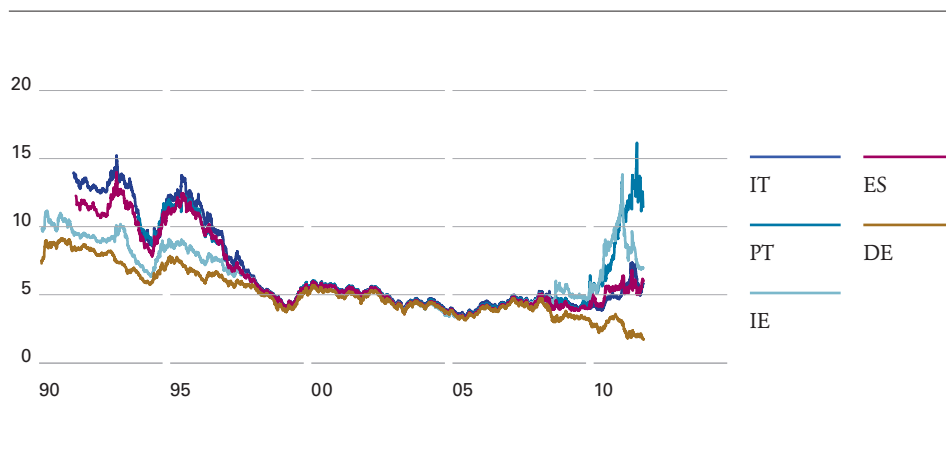
De schuldpositie van alle perifere landen blijft wankel door de nog altijd zwakke overheidsfinanciën. Landen dienen er rekening mee te houden dat marktpartijen in de toekomst meer zullen disciplineren dan in de periode voorafgaand aan de crisis (grafiek 4b). Dat betekent ook dat goed beleid daadwerkelijk leidt tot lagere financieringskosten.

Niet alleen de rentebetalingen, maar ook de draagkracht van de economie bepaalt de houdbaarheid van schuld. Het belangrijkste risico voor de schuldhoudbaarheid van perifere landen wordt daarom gevormd door de teleurstellende economische prestaties, die wijzen op een laag groeipotentieel. Grafiek 4a laat zien hoe een hogere economische groei leidt tot een beter houdbare schuldpositie. Het is cruciaal dat deze landen overtuigende stappen zetten om de economie structureel gezond te maken en groeivermogen te herstellen. Dat vraagt vasthoudendheid, omdat de positieve effecten pas na verloop van tijd zichtbaar worden.

Om kwetsbare landen voldoende tijd te geven noodzakelijke hervormingen door te voeren zonder overmatige druk op de financiering, is een geloofwaardig Europees vangnet nodig dat voldoende groot is en effectief kan worden ingezet. De tijdelijke verhoging van het vangnet naar EUR 800 miljard is daarom een belangrijke stap. Het vangnet dient vergezeld te gaan van stevige voorwaarden om te zorgen dat noodzakelijke beleidsaanpassingen worden doorgevoerd. Versterking van de Europese governance helpt voorkomen dat in de toekomst nieuwe onevenwichtigheden in lidstaten ontstaan. Met deze maatregelen kunnen financiers erop vertrouwen dat in geval van nood de financiering van landen wordt veiliggesteld, terwijl tegelijkertijd het beleid erop gericht is om solvabiliteitsproblemen nu en in de toekomst te voorkomen. Een kerend politiek sentiment in verschillende Europese landen, of een afnemend gevoel van urgentie, is een belangrijk risico dat voortgang op deze punten kan doen stokken.

Grafiek 4b 10-jaarsrente staatsobligaties

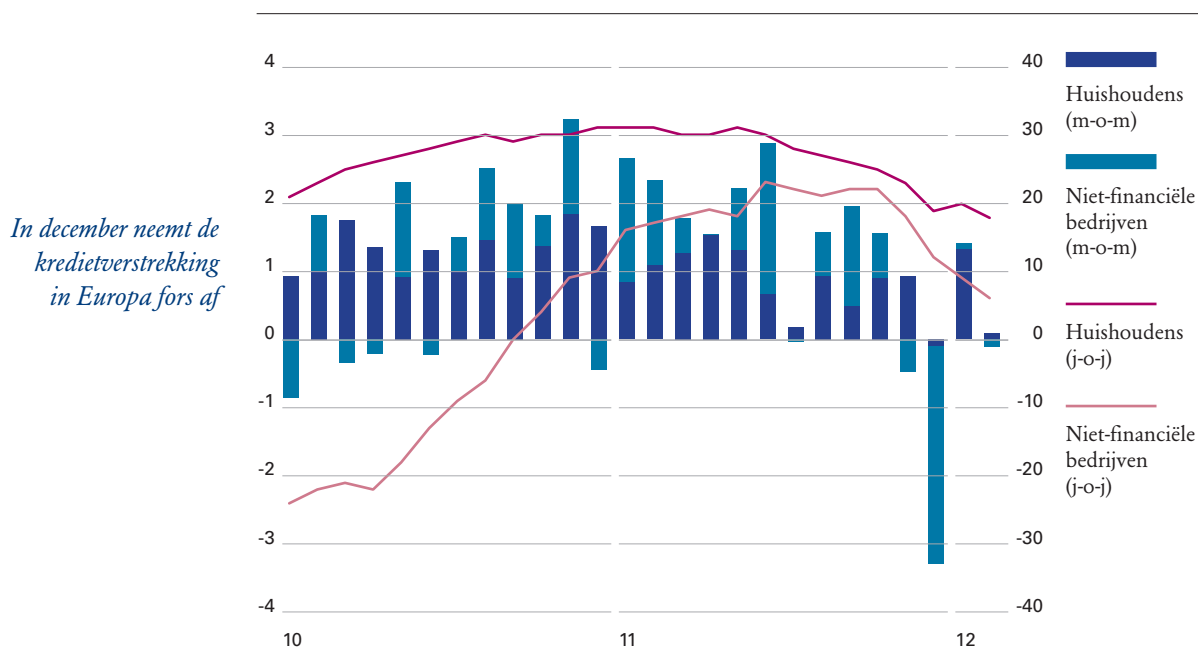
In procenten.



Bron: Thomson Datastream.

Grafiek 5 Kredietverlening aan private sector – eurogebied

Jaar-op-jaar mutaties in procenten, maand-op-maand mutaties in EUR miljard (rechtsschaal). Seizoensgecorrigeerd.



Bovenstaande cijfers zijn gecorrigeerd voor securitisaties.
Bron: ECB.

Schuldreductie en het risico van lage groei

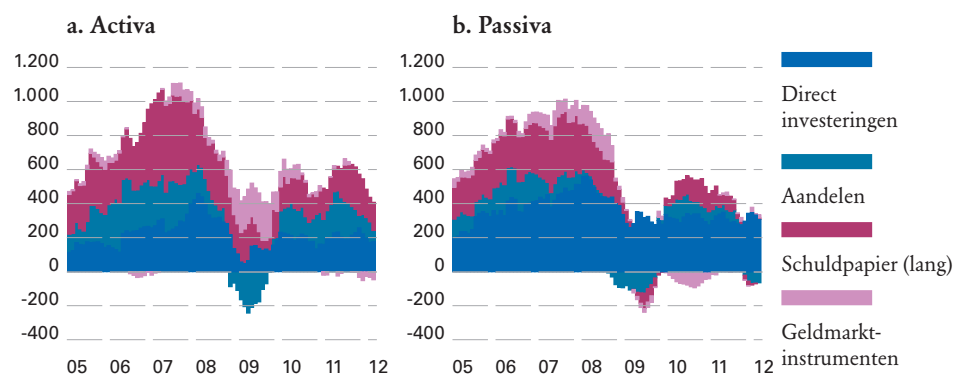
De Europese schuldencrisis werkt door op de reële economie. Het vertrouwen van consumenten staat onder druk. Door afnemende vraag en liquiditeitskrapte nam in de laatste maanden van 2011 de kredietverstrekking fors af, vooral in perifere landen (grafiek 5). De doorwerking op de economie beperkt zich echter niet tot deze landen. In slechts drie van de 17 eurolanden was de groei in het laatste kwartaal van 2011 positief. Beperkt vertrouwen in de economische groei leidt tot lage investeringen en consumptieve uitgaven, wat de negatieve conjunctuurontwikkeling versterkt. Bezuinigingsmaatregelen van de Europese overheden zijn tegen de achtergrond van de schuldencrisis noodzakelijk om het marktvertrouwen te herwinnen, maar beperken de overheidsconsumptie. In Europa lijken de voorwaarden voor krachtig herstel dus niet aanwezig. De aantrekkende economie in de VS kan hopelijk enig tegenwicht bieden aan de consumptie-uitval in het eurogebied. Daarbij moet nog blijken hoe duurzaam dit herstel is, omdat de VS nog altijd kampt met grote macro-economische onevenwichtigheden, zoals een groot begrotings- en lopenderekoningtekort en een hoge staatsschuld.

Het gevaar van een langere periode van lage groei wordt daarmee steeds groter. De combinatie van problemen in de bankensector en een lage rente vertoont op een aantal punten parallellen (maar ook duidelijke verschillen) met de situatie in Japan in de jaren negentig van de vorige eeuw (box 2).

Kapitaalstromen van en naar het eurogebied weerspiegelen de problemen in Europa. De netto investeringspositie verhult aanzienlijke veranderingen in brutostromen. Niet-Europese beleggers maken een pas op de plaats: de kapitaalinstroom in het gehele eurogebied is sinds de crisis fors afgenomen (grafiek 6). In het geval van Amerikaanse geldmarktfondsen sloeg de instroom in 2011 zelfs om in een uitstroom. Tegelijkertijd heeft Europa ook minder in het buitenland geïnvesteerd, waardoor

Grafiek 6 Financiële rekening van het eurogebied

12-maands gecumuleerde stromen, in EUR miljard.



Kapitaalstromen van en naar het eurogebied weerspiegelen de problemen in Europa

Grafiek toont de belangrijkste onderdelen van de financiële rekeningen. Een positieve waarde betekent een toename van de vorderingen van het eurogebied op rest van de wereld.
Bron: ECB.

Grafiek toont de belangrijkste onderdelen van de financiële rekeningen. Een positieve waarde betekent een toename van de verplichtingen van het eurogebied aan de rest van de wereld.
Bron: ECB.

Box 2: Lessen uit Japan

De ontwikkelingen in Japan in de jaren negentig van de vorige eeuw vertonen een aantal overeenkomsten, maar ook verschillen, met de huidige situatie in Europa. In beide gevallen is sprake van forse verliezen voor financiële instellingen na het barsten van zeepbellen op financiële en vastgoedmarkten, en een noodzaak tot schuldreductie in de private sector.

In tegenstelling tot Europa was de conjuncturomslag in Japan in eerste instantie mild. Een trage beleidsreactie van de centrale bank leidde tot deflatie. Huishoudens en investeerders schroefden hun bestedingen terug vanwege de verwachting van verdere prijsdalingen en de noodzaak balansen op te schonen. Dit maakte het voor de centrale bank nagenoeg onmogelijk om met renteverlagingen de economie te stimuleren. Via begrotingsbeleid kon de Japanse overheid de economie nog enigszins steunen, maar de staatsschuld liep daardoor fors op (grafiek 7).

Japanse banken werden, net als de Europese nu, met grootschalige verliezen geconfronteerd door de correcties op markten en de economische terugval. Hierdoor werden zij terughoudend met het verstrekken van nieuwe leningen. Banken verzuimden om probleemactiva af te schrijven en hun balansen op te schonen. De lage rente maakte het mogelijk om onrendabele projecten tegen relatief gunstige voorwaarden te blijven herfinancieren. Leningen aan risicovolle debiteuren werden bijvoorbeeld doorgerold, zodat verliezen niet hoefden te worden genomen. De zwakke kapitaalspositie van Japanse banken en de grote verwevenheid tussen banken en bedrijven versterkten deze neiging. Hierdoor bleven investeringen in beter renderende projecten achter, wat de economische groei gedurende lange tijd belemmerde. Afnemende bevolkingsgroei accentueerde de lage bbp-groei en de mede daardoor toenemende overheidsschuldquote. Deze structurele verandering speelt ook in Europa, zij het niet in dezelfde mate.

Nu het risico opdoemt dat ook Europa een “verloren decennium” van lage groei

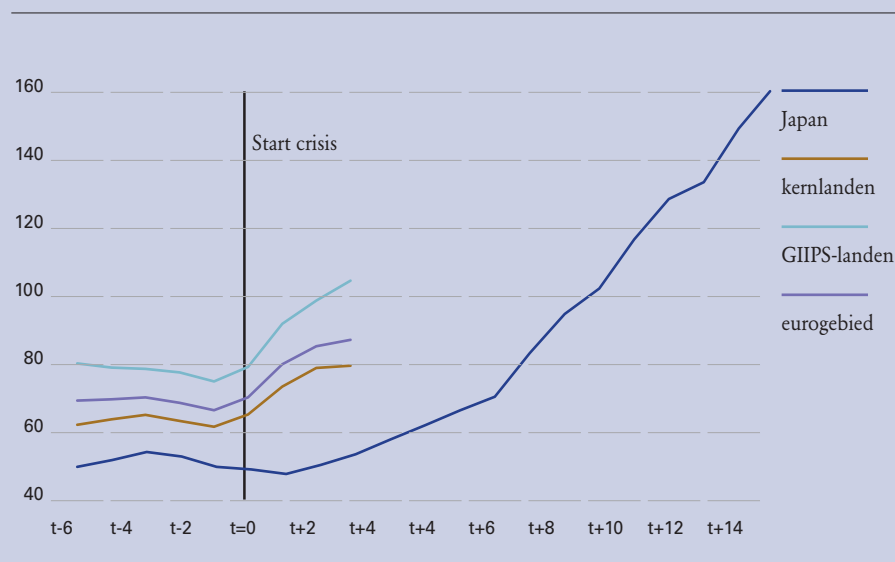
tegenoet gaat, biedt de Japanse ervaring belangrijke inzichten. Een eerste les is dat de centrale bank snel en agressief moet reageren om deflatie te voorkomen. De ECB heeft de rente de afgelopen periode fors verlaagd en daarnaast een aantal onconventionele monetaire beleidsmaatregelen genomen. Cruciaal is dat banken in staat zijn de lagere beleidsrente door te geven aan hun klanten. Het is dan ook positief dat de LTRO de spiraal van oplopende financieringskosten voor Europese banken heeft doorbroken.

Een tweede belangrijke les is de noodzaak tijdig kredietverliezen te nemen en geen leningen aan financieel ongezonde bedrijven door te rollen. Deze risico's bestaan ook bij Europese banken. Het benadeelt ondernemingen die gezond zijn en verstoort de concurrentieverhoudingen. Banken moeten hun verliezen op probleemactiva ook nemen om te voorkomen dat kredietrisico's blijven voortsudderen, financieringskosten hoog blijven, het vertrouwen in banken laag blijft en de situatie uiteindelijk escaleert. Gestage opbouw van voldoende buffers, waar nodig door kapitaaluitgifte, ondersteunt het proces van balansopschoning.

De Japanse ervaring toont tot slot dat het stimuleren van de economie via begrotingsbeleid uiteindelijk geen uitweg biedt uit een situatie van structureel lage groei. In Europa is deze les des te belangrijker omdat de overheidsfinanciën in vrijwel alle Europese landen fragieler zijn dan in Japan aan het begin van de crisis (grafiek 7) en onderlinge afhankelijkheden groot zijn. Bovendien is in Japan de staatsschuld voornamelijk in binnenlandse handen, terwijl Europese overheden veelal afhankelijk zijn van het vertrouwen van buitenlandse partijen. De huidige situatie op financiële markten toont aan dat Europese landen het zich niet kunnen permitteren om het vertrouwen van marktpartijen op de proef te stellen.

Grafiek 7 Ontwikkeling staatsschuld – Japan versus eurogebied

Staatsschuld (percentage bbp).



De laatste waarneming van de eurolanden betreft 2011 derde kwartaal. Kernlanden bestaan uit Duitsland, Frankrijk, Finland, Nederland en Oostenrijk.
Bron: Eurostat en Thomson Datastream.

de netto positie nagenoeg constant is gebleven. Binnen het eurogebied trekken beleggers van kernlanden hun kapitaal terug binnen de landsgrenzen. Spaarders in perifere landen verplaatsen hun deposito's naar elders: deposito's in de kernlanden nemen toe. Hier ligt het gevaar op de loer dat een terugkeer naar voormalige patronen moeizaam zal blijken.

De Europese schulden crisis heeft ook gevolgen voor opkomende economieën. Vooral Oost-Europese landen hebben last van negatieve besmettingseffecten vanwege hun grote financiële verwevenheid met het eurogebied. Zij kampen met een zwakke vraag uit andere Europese landen en terugtrekkende bewegingen van Europese banken en institutionele investeerders, vooral die uit de Europese periferie. In enkele gevallen hebben interne ontwikkelingen, zoals in Hongarije, ook ongunstige effecten op de financiële stabiliteit. Gevolg is dat veel valuta's plotseling zijn gedeprecieerd en risicopremies oplopen. Groeiverwachtingen zijn net als in ontwikkelde landen naar beneden bijgesteld.

2 De Nederlandse economie

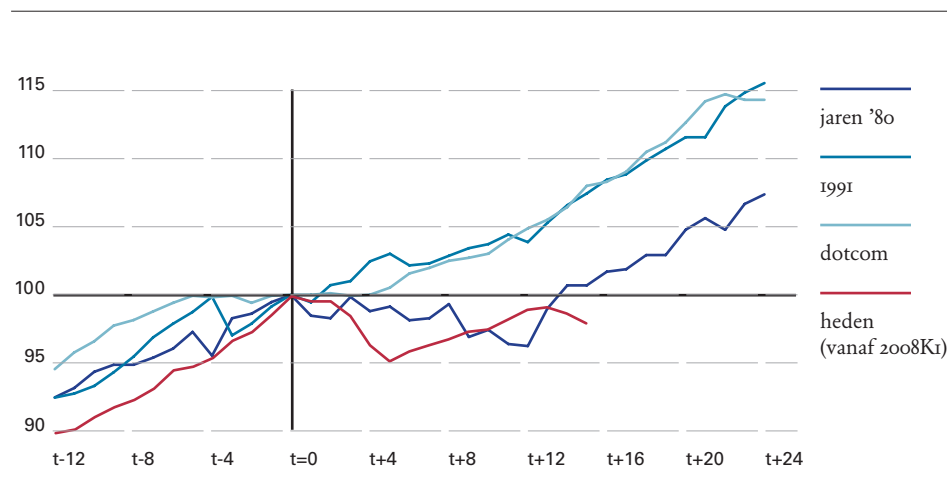
De economie herstelt traag van de terugval tijdens de kredietcrisis: in de tweede helft van vorig jaar belandde Nederland opnieuw in een recessie. Tegenvallende groei vergroot kwetsbaarheden bij gezinnen en de overheid, drukt het toch al lage vertrouwen van consumenten en belemmert bufferherstel bij financiële instellingen. Voor het eerst sinds decennia valt de conjuncturele neergang samen met een haperende kredietgroei, wat wijst op schuldafbouw in grote delen van de economie. Ook de overheid bezuinigt. Versterking van de financiële positie van huishoudens en overheid brengt onvermijdelijk kosten met zich mee, maar is noodzakelijk om de economie robuuster te maken.

De vrees voor een dubbele-dip-recessie – een nieuwe laagconjunctuur volgend op die in 2009 – is in Nederland werkelijkheid geworden. Het herstel uit de crisis verloopt moeizaam. Het consumentenvertrouwen is laag en vooral de bestedingen zijn zwak. De consumptie in Nederland is ongeveer drie procent gedaald ten opzichte van de top van de conjunctuercyclus in 2008 en blijft ook achter bij de consumptie in het eurogebied. Het risico bestaat dat duurzaam herstel nog een aantal kwartalen op zich zal laten wachten en in historisch perspectief zwak zal blijven. Een periode van langdurig lage groei drukt de winsten van bedrijven, vergroot kredietrisico's en versterkt de stagnatie op de huizenmarkt. Het belemmert tevens de financiële sector om buffers op te bouwen via winstinhouding.

De periodes van laagconjunctuur in 1992-1993 en rond de “dotcom”-crisis in 2002-2003 waren veel milder en werden gevolgd door een krachtiger herstel (grafiek 8). De huidige neergang vertoont grotere overeenkomsten met die in de eerste helft van de jaren tachtig. Voor het eerst sinds die tijd valt de neergang van de economie samen met een haperende reële kredietgroei, wat erop wijst dat huishoudens en bedrijven schulden aflossen. Nederland bevindt zich op dit moment in de neergang van de

Grafiek 8 Ontwikkeling reëel bbp in periodes van laagconjunctuur

Indexcijfers, kwartaal-op-kwartaal.

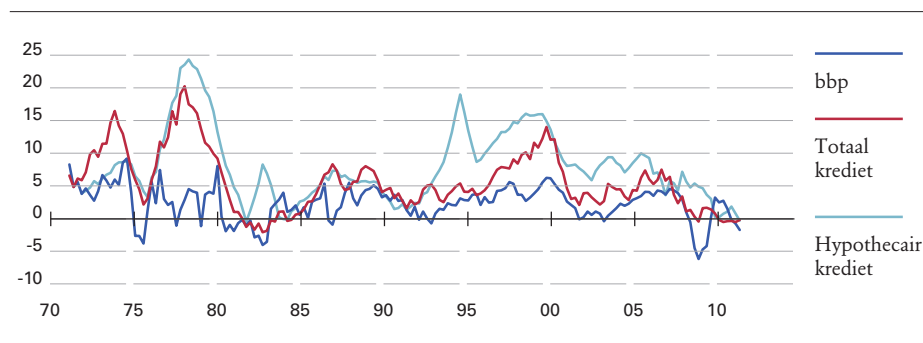


Het zwakke herstel vertoont overeenkomsten met dat in de eerste helft van de jaren tachtig

Bron: Thomson Datastream - IMF IFS.

Grafiek 9a Reële groei – krediet en bbp

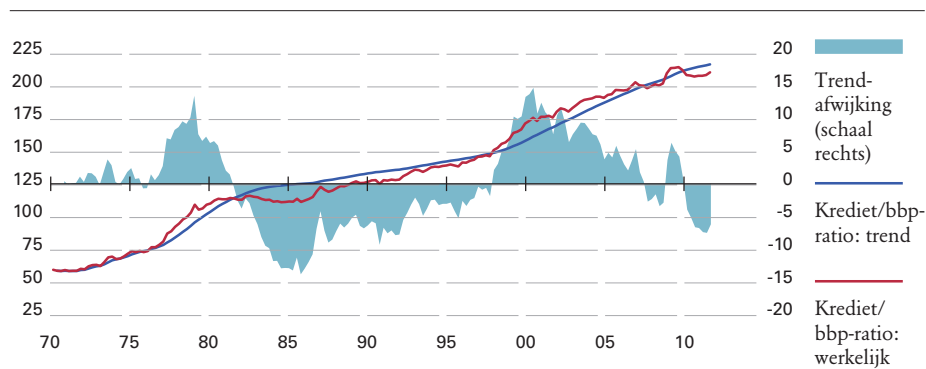
In procenten, jaar-op-jaar per kwartaal



Bron: CBS, IMF, CPB en DNB.

Grafiek 9b Kredietontwikkeling Nederland

Ratio's in procenten van bbp; Trendafwijking = werkelijk - trend; 1970K1 t/m 2011K4



Trend berekend met een HP-filter met een λ van 400.000.

Bron: IMF, CBS, DNB en eigen berekeningen.

Onder Bazel III moeten banken een extra kapitaalbuffer opbouwen in tijden van overmatige kredietgroei. De afwijking tussen de krediet/bbp-ratio en haar langetermijntrend zal een belangrijke indicator zijn om te bepalen of kredietgroei onevenwichtig is. Indien de afwijking substantieel is, zullen autoriteiten de buffereis – die in normale tijden op nul staat – activeren of verhogen. Uit analyses van DNB blijkt dat indien dit buffermechanisme in het verleden zou hebben bestaan, Nederlandse banken in de tien jaar voorafgaand aan de kredietcrisis een substantiële extra kapitaalbuffer zouden hebben opgebouwd. Zij zouden dan nu beter gepositioneerd zijn geweest voor de omslag in de kredietcyclus en de impact daarvan op de reële economie.

kredietcyclus: de kredietgroei is op dit moment in reële termen nihil (grafiek 9a). Vóór de crisis lag de kredietverlening juist jarenlang fors boven de bbp-groei, zelfs in periodes van laagconjunctuur (grafiek 9b). Gegeven de lange periode van kredietgroei en de diepte van de crisis is schuldafbouw nu bijna onvermijdelijk en vooral bij huishoudens zelfs gewenst.

Hoewel het lastig is vraag- en aanbodeffecten voor de afnemende kredietverlening te scheiden, lijkt voor bedrijven een verminderde vraag naar krediet in ieder geval een rol te spelen. De solvabiliteitspositie van Nederlandse niet-financiële bedrijven is goed, maar in het huidige klimaat liggen forse investeringen niet voor de hand. Zij merken immers de effecten van de achterblijvende consumptie. Voor het tweede kwartaal van 2012 verwacht bijna een derde van de banken een daling van de kredietvraag, van grote en kleine bedrijven.

Bij huishoudens zijn de kwetsbaarheden groter. Acute financiële problemen van huishoudens zijn weliswaar van een beperkte omvang: de werkloosheid ligt op een relatief laag niveau (maar loopt op) en de huizenprijzdaling is met tien procent vanaf de top in 2008 vooralsnog beperkt. Daar staat echter tegenover dat de balansen van huishoudens nu fragieler zijn dan bij eerdere recessies. De forse stijging van

huizenprijzen in de jaren negentig heeft in de aanloop naar de crisis de balans van huishoudens verlengd, waarbij verschillen tussen individuele huishoudens aanzienlijk zijn.

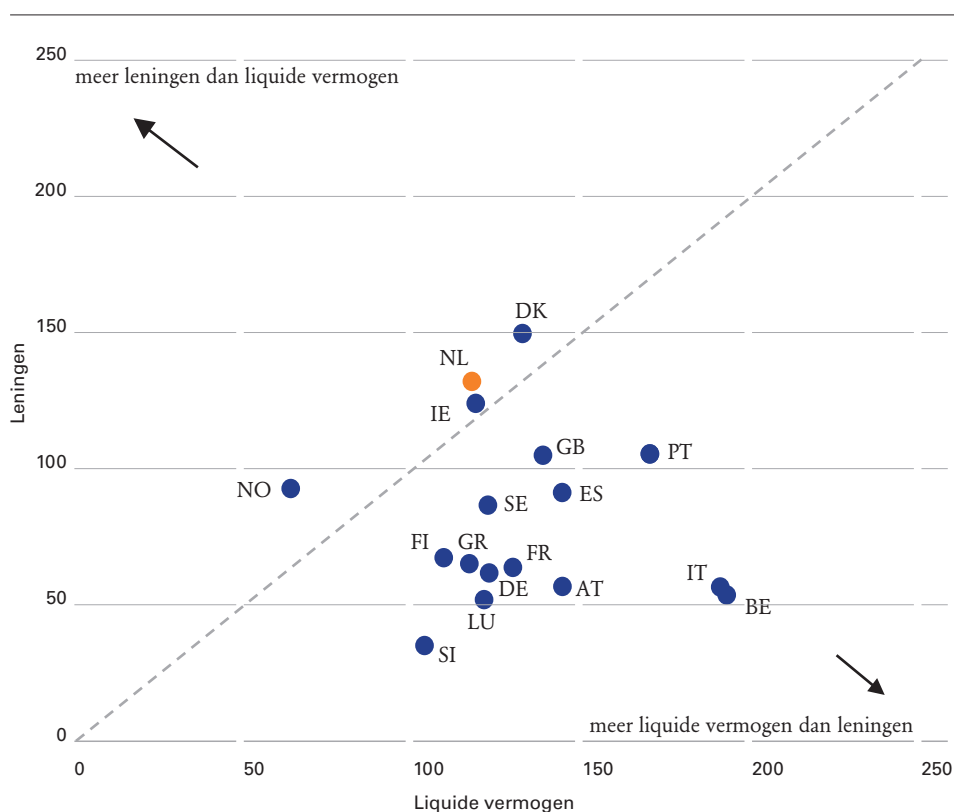
Het vermogen van Nederlandse huishoudens is groot in vergelijking met andere Europese landen, maar ligt grotendeels vast in de woning of pensioenopbouw. Het resterende liquide vermogen is kleiner dan de financiële verplichtingen van Nederlandse huishoudens (grafiek 10). De buffer om directe schokken in de inkomens- of totale vermogenspositie op te vangen is daarom gering. Financieel kwetsbare huishoudens zullen hun buffers in de komende jaren op orde moeten brengen. Dat is zonder twijfel een belangrijke factor waardoor het economische herstel langzamer verloopt dan in eerdere cycli, toen deze noodzaak er in veel mindere mate was. Hoewel het de economische groei drukt, gaat na een crisis schuldafbouw vrijwel altijd vooraf aan duurzaam herstel.

Hypotheekschuld en kwetsbaarheden huishoudens

De kwetsbaarheid van huishoudens vloeit grotendeels voort uit de hoge hypotheekschuld. Deze is het gevolg van een jarenlange fiscale stimulering van hypothecaire leningen en ontmoediging van aflossing. Het heeft geleid tot een verstoorde prijsvorming op de huizenmarkt, kwetsbaarheden bij huizenbezitters, onevenwichtigheden in het financieringsmodel van banken (hoofdstuk 3), en een risico voor de Nederlandse overheid via de Nationale Hypotheek Garantie. Het is voor de financiële stabiliteit noodzakelijk dat huishoudens meer aflossen opdat de hypotheekschuld geleidelijk wordt teruggebracht. Het recent aangekondigde overheidsbeleid haalt de fiscale prikkel die aflossen ontmoedigt weg en is daarom te verwelkomen.

Grafiek 10 Financiële vermogenspositie van huishoudens

In procenten van bbp; eind 2010.



De liquide buffer van Nederlandse huishoudens is relatief gering

Liquide vermogen = spaargeld + effecten.
Bron: Eurostat.

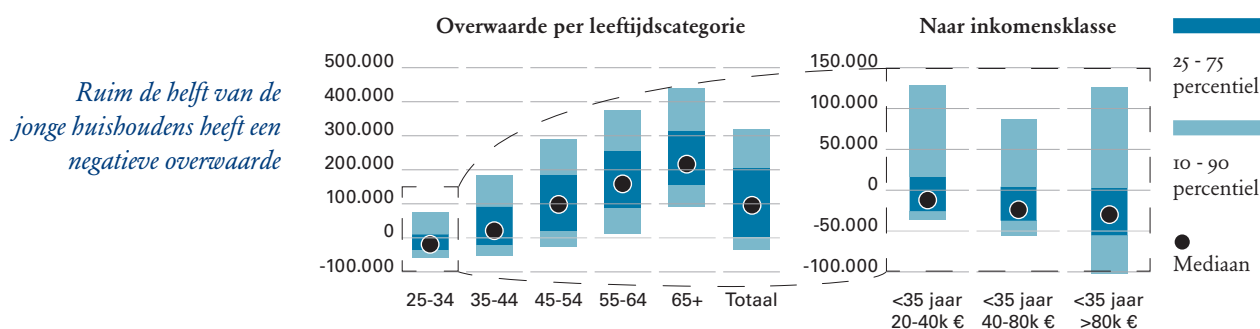
Vooraf relatief jonge huishoudens met een gemiddeld tot hoog inkomen blijken momenteel kwetsbaar: zij hebben hoge hypotheek afgesloten ten opzichte van hun inkomen, spaargeld en de waarde van hun woning. Hierdoor worden zij geraakt als zij hun baan verliezen, gedwongen moeten verhuizen, of bij renteschokken. Hun kwetsbaarheid neemt toe nu de huizenprijzen dalen. Grafiek 11 illustreert dit met een uitsplitsing van de gemiddelde Nederlandse huishoudbalans naar leeftijdscategorieën. Ouderen hebben vaak een substantiële overwaarde en veel spaargeld. Voor de meeste huizenbezitters jonger dan 35 jaar is de schuld echter groter dan de waarde van de woning (zij hebben een negatieve overwaarde) en zij hebben bovendien weinig spaargeld. Juist bij hogere gezinsinkomens is de overwaarde relatief vaak negatief (rechterpanel grafiek 11). Zolang de financiering van de woning te dragen is, hoeft een negatieve overwaarde niet tot problemen te leiden. Grafiek 12 laat echter zien dat jongeren ook een hoger percentage van hun bruto-inkomen aan rentelasten kwijt zijn, zelfs bij de huidige lage rente. Op nieuw afgesloten hypotheek is het afgelopen jaar bovendien de variabelere hypotheek populairder geworden, hetgeen betekent dat renteschokken nieuwe hypotheeknemers in toenemende mate treffen. In combinatie met de hoge schuld en hoge woonlasten stellen zij zich bloot aan een opeenstapeling van risico's.

Er is een spanning tussen het streven naar een lagere hypotheekschuld enerzijds, en de wens om de huizenmarkt op gang te brengen anderzijds. Het is niet ondenkbaar dat bij herstel van het aantal transacties de hypotheekschuld verder zal toenemen, omdat het effect van jarenlange huizenprijsstijgingen na-ijlt, zelfs nu de conjunctuur is omgeslagen. De belangrijkste drijvende kracht hierachter is de relatief hoge waarde van nieuwe hypotheekten ten opzichte van hypotheekten die 30 jaar geleden zijn afgesloten en nu worden afgelost. Berekeningen onder enkele vereenvoudigde aannames suggereren dat de hypotheekschuld hierdoor verder kan stijgen, zelfs als huizenprijzen fors verder dalen (box 3). Ook de nieuw aangekondigde maatregelen zullen dit risico niet volledig wegnemen. Zo geldt de verplichte aflossing van het volledige hypotheekbedrag in 30 jaar alleen voor nieuwe contracten. Bovendien leidt een annuïtair aflossingschema aanvankelijk niet tot grote terugbetalingen van de hoofdsom.

Maatregelen om tot een evenwichtiger schuldsituatie te komen vragen echter, ook vanuit het oogpunt van de financiële stabiliteit, om graduele invoering en sorteren dus pas over langere tijd effect. De onlangs door het parlement voorgestelde maatregelen brengen het einddoel waarin het aangaan van hypotheekten niet langer tot onnodige kwetsbaarheden bij huishoudens leidt dichterbij. Aflossing in combinatie met lagere LTV-ratio's (het leenbedrag ten opzichte van het onderpand) bij woningaankoop zal de schuld per woning reduceren. Dit drukt

Grafiek 11 Overwaarde woning, per leeftijdscategorie en inkomensklasse

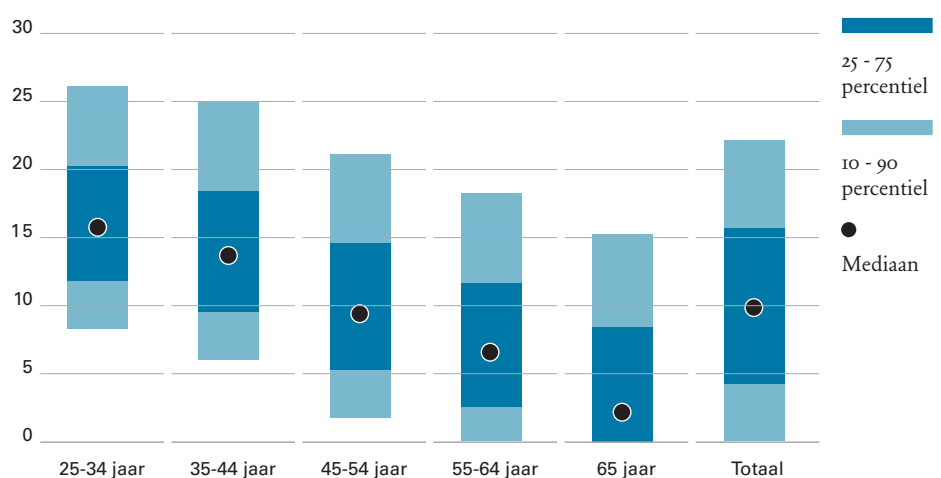
In EUR, per leeftijdscategorie woningbezitter. Per 1 januari 2011.



Overwaarde is woningwaarde min hypotheek. Exclusief kredietverzekeringen eigen woning en banksparen. Bron: CBS IPO, DNB bewerkingen.

Grafiek 12 Rentelasten per leeftijdscategorie

Percentage gezinsinkomen van woningbezitter. Per 1 januari 2011.



Jongeren betalen een hoger percentage van hun inkomen aan rentelasten

Betreft bruto rentelasten gedeeld door bruto inkomen van het huishouden.
Bron: CBS IPO, DNB bewerkingen.

de totale hypotheekschuld en biedt in de toekomst tegenwicht aan de vertraagde doorwerking op de schuld van de gestegen huizenprijzen en opgelopen LTV-ratio's. Zo kan de omvang van de nationale hypotheekschuld ook weer verenigbaar worden gemaakt met een toekomstbestendig financieringsmodel van banken (hoofdstuk 3).

Box 3: Scenario's nominale hypotheekschuld

Hoewel voorspellingen voor de hypotheekschuld met onzekerheid zijn omgeven, kan onder een aantal simpele aannames een benadering worden gemaakt van de toekomstige ontwikkeling. Uitgangspunt is dat het schuldvolume vertraagd reageert op huizenprijzen, omdat de meeste huiseigenaren in het verleden een hypotheek hebben genomen tegen toen geldende prijzen. Wanneer een woning wordt doorverkocht, vervalt een in het verleden afgesloten hypotheek en wordt in de meeste gevallen een nieuwe genomen tegen de actuele huizenprijs. Gegeven de forse prijsstijging op de huizenmarkt tot aan 2008 en de toename van LTV-ratio's in de afgelopen jaren, zal de nieuwe hypotheek over het algemeen veel hoger zijn dan de oude. Ook een uitbreiding van de woningvoorraad vergroot de Nederlandse hypotheekschuld.

Grafiek 13 toont drie scenario's voor de hypotheekschulddynamiek met als vertrekpunt de recente historie van Nederlandse huizenprijzen. In het eerste scenario nemen de woningprijzen met 2,5 procent per jaar toe, herstelt het aantal transacties tot het niveau voor de crisis, en groeit het aantal koopwoningen zoals in het verleden. In het tweede scenario herstelt het aantal transacties en groeit het aantal koopwoningen zoals in het verleden, maar dalen de huizenprijzen de komende vier jaar met ruim vijftig procent. Het derde scenario gaat uit van een vergelijkbare prijsdaling, maar in dit scenario halveert het aantal transacties permanent ten opzichte van de jaren voor de crisis en groeit de woningvoorraad nauwelijks. Alle scenario's veronderstellen dat op nieuwe leningen annuïtair wordt afgelost, een gedragaanname die (deels) aansluit bij het onlangs aangekondigde beleid.

In de twee scenario's waarin het aantal transacties herstelt groeit de nominale hypotheekschuld de komende jaren verder. Alleen in het derde scenario neemt

Grafiek 13 Simulatie bruto hypotheekschuld

In EUR miljard; 2005 - 2010: historisch; 2011 - 2015: simulaties; eindejaars standen.



Bruto hypotheekschuld is gedefinieerd als totale hypotheekschuld exclusief aan hypotheek verpande spaar- en beleggingstegoeden.

Bron: CBS, NVM, het Kadaster en eigen berekeningen.

de nominale hypotheekschuld licht af. Onder de modelaannames is een dalende nominale hypotheekschuld dus slechts consistent met een forse daling in het aantal transacties.

De annuïtaire aflossingen hebben in de eerstkomende jaren een beperkt effect op de schuldprojecties: op een annuïtaire lening is immers na vijf jaar slechts zo'n acht procent van de hoofdsom afgelost. Op de langere termijn zullen de aflossingen de schuld uiteraard wel substantieel drukken. Nieuw beleid sorteert dus pas na geruime tijd effect, wat overigens in lijn is met de wens van een gradueel aanpassingstraject.

Vermogen dat bij verzekeraars en banken wordt opgebouwd ten behoeve van toekomstige aflossing is niet meegenomen in bovenstaande brutoschuldprojectie. De opbouw in direct aan hypotheek gekoppelde producten bedraagt op dit moment naar schatting EUR 30-45 miljard (op basis van ruwe gegevens over een groot deel van de markt) en is op de totale schuld niet substantieel. Daarnaast bezaten de huishoudens met een hypotheek per eind 2010 ongeveer EUR 140 miljard aan spaargeld en effecten, waarvan zij een deel voor aflossing zouden kunnen gebruiken.

De hypotheekschuld tendeert door prijsstijgingen in het verleden weliswaar opwaarts, maar dit representeert ook vermogen: wanneer huizenbezitters met veel overwaarde uit de huizenmarkt stappen of goedkoper gaan wonen, valt dit vermogen vrij. Voor zover dit vermogen door vererving of schenking bij de jongere generatie belandt, kan deze dit (met de juiste fiscale prikkels) voor aflossing of de aanschaf van een nieuwe woning gebruiken.

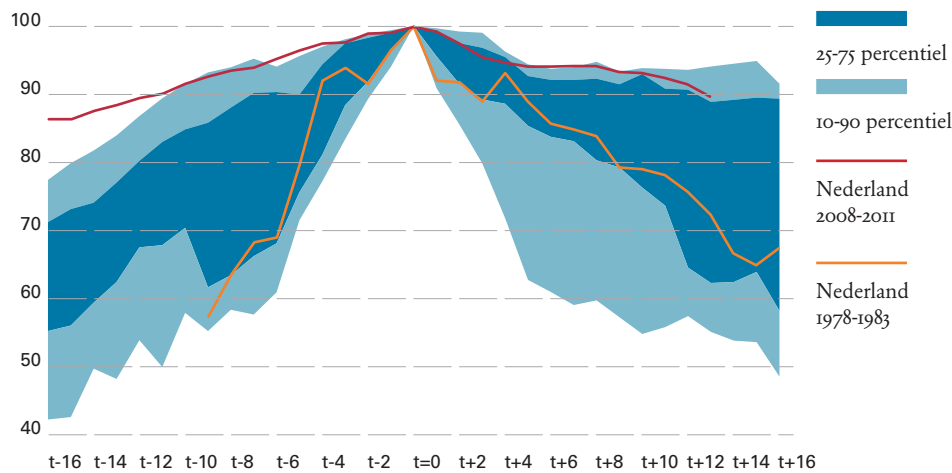
Onzekere vooruitzichten voor de huizenmarkt

Tegenover de omvangrijke hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens staat de waarde van het woningbezit. Deze neemt af en de dalende huizenprijzen drukken op het vertrouwen van gezinnen. De prijsdaling van de Nederlandse huizen is echter zowel in historisch als internationaal perspectief mild te noemen (grafiek 14).

Zolang de economische onzekerheid voortduurt, lijkt het perspectief voor de huizenmarkt ongunstig. Een laagconjunctuur heeft een negatief effect op de vraag naar woningen. Woningbezitters willen in de huidige markt eerst verkopen en dan

Grafiek 14 Huizenprijzen ontwikkelingen rond omslagpunten

Kwartaaldata; huizenprijzen rond top, op basis van 27 perioden prijsdalingen.



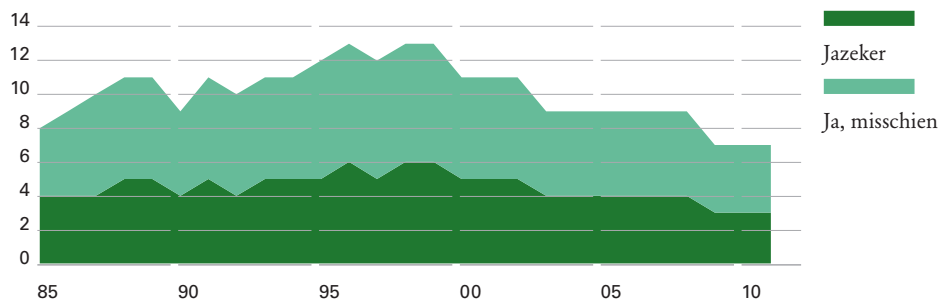
De prijsdaling van Nederlandse huizen is internationaal gezien mild

Bron: BIS, het Kadaster en eigen berekeningen.

pas een nieuwe woning kopen. Dit drukt de vraag ten opzichte van de situatie voor de crisis (grafiek 15a). Omdat de teruggang niet is gevolgd door een vergelijkbare terugval in het aanbod, loopt de voorraad tekoopstaande woningen gestaag op (grafiek 15b). Enquêtes (DNB Household Survey) laten bovendien zien dat ruim de helft van de woningbezitters een verdere prijsdaling verwacht. Deze verwachting draagt verder bij aan uitstel van woningaankoop.

Grafiek 15a Koop en bouwberedheid

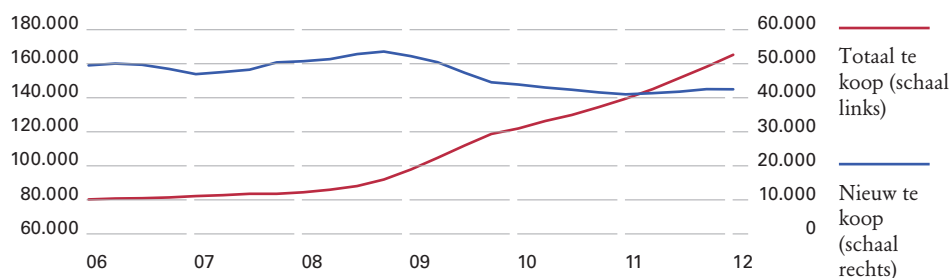
Antwoorden enquetevraag, in procenten: Gaat u in de komende twee jaar een woning kopen of bouwen?



Bron: CBS-Statline.

Grafiek 15b Vraag en aanbod op de woningmarkt

Aantallen woningen, 4-kwartaals voortschrijdend gemiddelde.



Huishoudens stellen de aankoop van een woning uit

Bron: NVM.

Een ander risico voor de huizenmarkt is een stijgende hypotheekrente. Deze is gedurende 2011 al licht opgelopen, maar ligt nog altijd ruim onder het langjarige gemiddelde. De financieringscondities voor Nederlandse banken beperken de ruimte die zij hebben om de rente verder te laten zakken (hoofdstuk 3). Wanneer lage groei samengaat met dalende huizenprijzen zullen zij eerder een hogere rente vragen, als vergoeding voor het kredietrisico en verkrappende financieringscondities. Als de hypotheekrente een procentpunt oploopt daalt de maximale lening volgens de Nibud-norm met ongeveer vijf procent. Naar verwachting zal dit een vergelijkbaar negatief effect op de huizenprijs hebben. Ook als beleidsmakers de hypotheekrenteaftrek geleidelijk afbouwen, stijgen de netto rentelasten en zal dit de huizenprijs drukken. Omdat veel Nederlanders al rekening houden met maatregelen, blijft dit laatste effect mogelijk beperkt.

Het gevaar van een voortzettende huizenprijsdaling is met de recentelijk verslechterde economische vooruitzichten toegenomen. Een oplopende werkloosheid kan bijvoorbeeld leiden tot een stijgend aantal executieverkopen. Bij executieveilingen ligt de prijs vaak ruim (meer dan dertig procent) onder de marktwaarde. Het aantal executieverkopen van woningen in Nederland is nog steeds beperkt, maar toont een stijgende trend (grafiek 16).

Mochten huizenprijzen fors verder dalen, dan raakt dit ook financiële instellingen, zeker in combinatie met een inzakkende economie en hogere werkloosheid. De afnemende woningwaarde verlaagt de kwaliteit van de hypotheekportefeuille. Omdat hypotheekleningen vaak als onderpand worden gebruikt door banken om financiering te verkrijgen, zal een neergang in eerste instantie tot uiting komen in de vorm van verder verkrappende financieringsmogelijkheden.

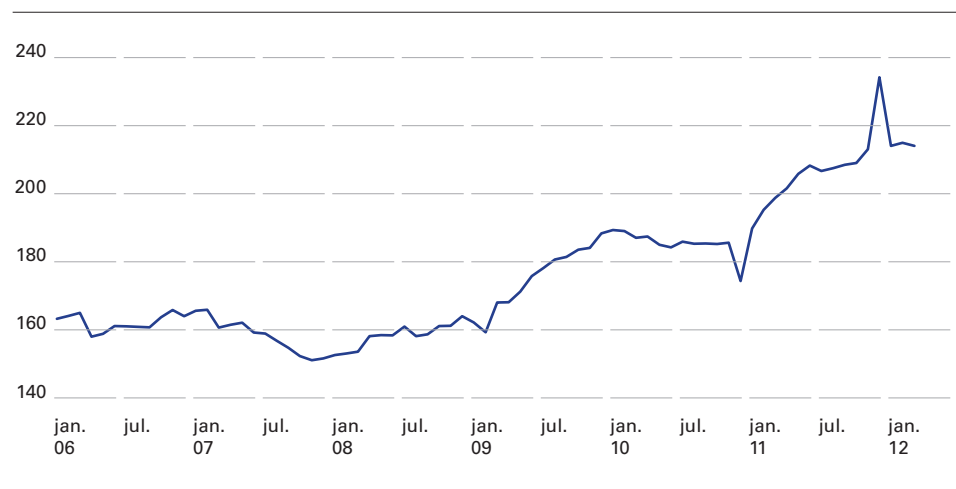
Commercieel vastgoed

Ook de markt voor commercieel vastgoed functioneert stroef. Sinds 2007 loopt leegstand op en dalen prijzen gestaag. Een herstel van de markt wordt behalve door lage economische groei ook bemoeilijkt doordat een flink deel van de leegstand structureel is. Dit geldt voor winkelpanden, maar vooral voor kantoren. Naarschatting 2 tot 4 van de huidige 7 miljoen vierkante meter ongebruikte kantooruimte staat structureel leeg. De behoefte aan kantoren neemt af door bijvoorbeeld de opkomst van thuiswerken. De ontwikkelingen verschillen wel tussen marktsegmenten: A-locaties kennen nauwelijks problemen, maar naar andere locaties is weinig vraag.

Grafiek 16 Executieverkopen

Aantal executieveilingen per maand, 12-maands voortschrijdend gemiddelde.

Het aantal executieverkopen van woningen stijgt



Bron: Kadaster.

De ontwikkelingen op de commercieel-vastgoedmarkt brengen risico's met zich mee voor eigenaren, beleggers en financiers. Onder toezicht staande instellingen zijn op verschillende manieren betrokken bij de commercieel-vastgoedmarkt. Banken geven vooral leningen aan vastgoedbedrijven, beleggers en projectontwikkelaars. Zij hebben voor ongeveer EUR 80 miljard aan dergelijke vastgoedleningen in Nederland uitstaan. Het gevaar is dat leningen niet worden terugbetaald en in onderpand gegeven vastgoed in waarde daalt. Verzekeraars en pensioenfondsen beleggen direct in vastgoed of investeren in aan vastgoed gerelateerde producten en de negatieve prijsontwikkeling treft hen direct.

Vanwege de diversiteit van commercieel-vastgoedobjecten geven generieke onderzoeken en macrocijfers slechts beperkt inzicht in de risico's voor onder toezichtstaande instellingen. DNB en de AFM zijn daarom een onderzoek gestart om een gedetailleerder inzicht te krijgen in de commercieel vastgoedportefeuilles van banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Als onderdeel van de analyse wordt gekeken naar het risicoprofiel van commercieel-vastgoeduitzettingen en de waardering ervan. Eerste bevindingen van dataonderzoek bij banken laten zien dat de relatieve omvang van de vastgoedfinanciering en de risicokenmerken van de vastgoedportefeuilles van banken flink verschillen. Wel laat een steekproef zien dat ongeveer een kwart van de vastgoedgerelateerde leningen een LTV-ratio heeft van meer dan honderd procent ten opzichte van het onderpand. Dit is extra opvallend omdat de waarderingen deels gedateerd zijn en dus niet de laatste ontwikkelingen op de markt weerspiegelen.

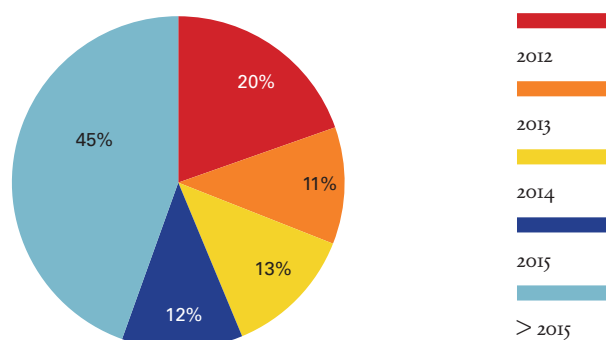
In de huidige situatie met lage rentes en veel economische onzekerheid bestaat het gevaar dat verliezen vooruit worden geschoven. Ongeveer dertig procent van de bancaire vastgoedleningen loopt dit jaar of in 2013 af, terwijl ongeveer de helft een looptijd heeft tot 2015 of later (grafiek 17). Het is van belang dat, ook bij leningen met een langere looptijd, de waardering van het onderpand op orde is en verliezen op leningen als gevolg van de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt tijdig worden onderkend. Financiële instellingen moeten vermijden dat de boekwaarde van vastgoed gedurende lange tijd afwijkt van de reële waarde.

Overheid

De Nederlandse staatsschuld ligt nog altijd onder het Europese gemiddelde, maar de houdbaarheid van de overheidsfinanciën wordt in toenemende mate kritisch bekeken. De risicopremie op staatsobligaties ten opzichte van ankerland Duitsland ligt hoger dan voor de crisis en is gevoeliger voor negatieve ontwikkelingen. Dit uitte zich in 2008, na de steun aan de banken, in een stijging en ook recentelijk liep

Grafiek 17 Commercieel vastgoedexposures

Naar jaar van afloop, in procenten van bruto uitstaande leningen.



Ongeveer dertig procent van de vastgoedleningen loopt voor 2014 af

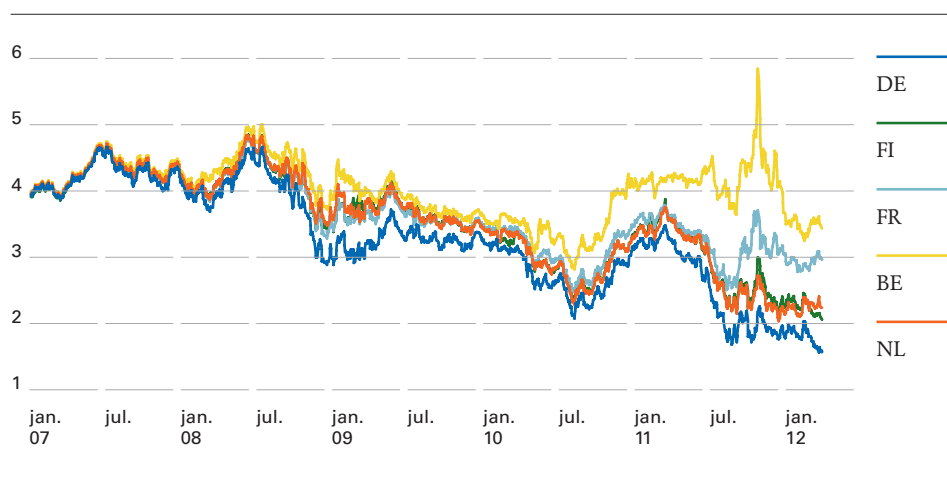
Bron: Steekproef door DNB onder geselecteerde groep banken.

de premie weer op (grafiek 18). De economie presteert matig, en de groeivertraging werkt snel door op het verwachte tekort. Mei vorig jaar raamde het CPB voor het jaar 2012 een tekort van 2,2 procent van bbp, maar inmiddels is dit neerwaarts bijgesteld naar 4,6 procent van bbp. Het begrotingstekort is hoog in vergelijking met de overige eurolanden met een AAA-kredietrating (grafiek 19) en lag in 2011 zelfs boven het gemiddelde van het eurogebied.

Een solide overheid is essentieel om toekomstige economische schokken op te vangen en het vertrouwen van marktpartijen in de economie te behouden. Bij hun risicobeoordeling kijken marktpartijen niet alleen naar het absolute schuldniveau en naar de hoogte van de tekorten, maar ook naar het groeipotentieel van de economie, de investeerdersbasis en de omvang van expliciete en impliciete door de overheid afgegeven garanties. De laatste factor is voor de Nederlandse stabiliteit van bijzonder belang. De crisis heeft geleerd dat problemen bij banken soms ook grote gevolgen voor de overheidsfinanciën hebben. Landen met een grote bankensector worden daarom kritisch bekeken en de Nederlandse bankensector is relatief groot. Een ander risico is de achtervang die de overheid, via de NHG, vormt voor een groot deel van de private schuld. Grafiek 20 illustreert deze dubbele kwetsbaarheid. De overheid moet als tegenwicht de gunstige schuldpositie borgen.

Grafiek 18a Rente op 10-jaars staatspapier

In procenten.



Bron: Thomson Datastream.

Grafiek 18b Verschil tussen Nederlandse en Duitse 10-jaarsrente

In procentpunten. Data t/m 1 mei 2012.

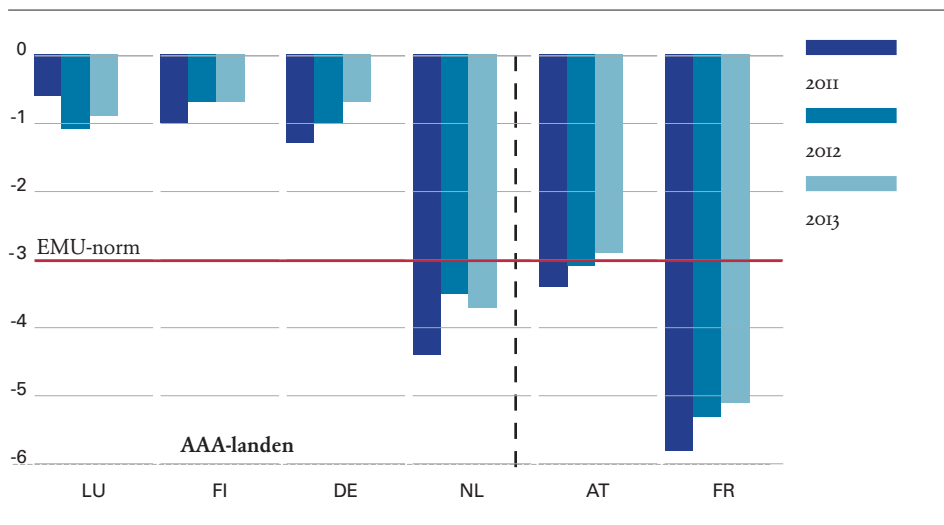
De risicopremie van Nederlandse staatsobligaties liep in 2008 en recentelijk op



Bron: Thomson Datastream.

Grafiek 19 Begrotingsaldi kernlanden in eurogebied

Percentage bbp.



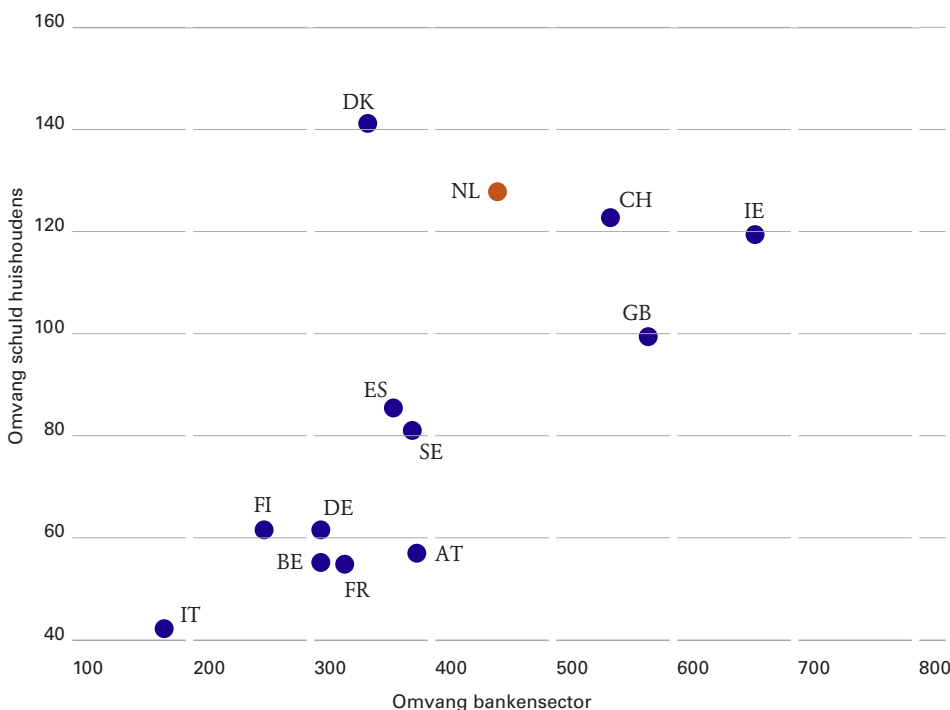
Het Nederlandse begrotingstekort is hoog in vergelijking met andere landen met AAA-rating

Ramingen voor Nederland zijn afkomstig van DNB en voor de andere landen van de Europese Commissie. Bron: EC en DNB.

Het door het parlement bereikte akkoord om de overheidsfinanciën te verbeteren is in dit licht positief. Door het begrotingstekort te beperken, versterkt het de Nederlandse kredietwaardigheid, en daarmee de Nederlandse economie. Een ongunstige risicoperceptie van marktpartijen met betrekking tot de overheid vertaalt zich immers vrijwel direct door in de financieringskosten van banken en werkt ook door op de prijs van kredietverlening. Het gevaar van stijgende financieringskosten voor bedrijven en huishoudens wordt door de maatregelen afgewend. Naast budgettaire aanpassingen zijn structurele hervormingen een effectief middel om

Grafiek 20 Schuld huishoudens en omvang bankensector

In procenten van bbp.



Nederland is kwetsbaar door de relatief grote bankensector en hoge private schuld

Schuld huishoudens per eind 2010 (IT en SE zijn 2009) en bankomvang per 2011H1 (CH is per eind 2010). Bron: ECB, Nationale Bank van Zwitserland, OECD en Eurostat.

het groeivermogen op middellange termijn te versterken en het marktvertrouwen te borgen.

3 Nederlandse financiële instellingen

Financiële instellingen zijn kwetsbaar omdat hun bedrijfsmodellen nog niet zijn aangepast aan de veranderde marktsituatie en toekomstige regelgeving. Banken zijn te afhankelijk van marktfinanciering. Het terugdringen van deze afhankelijkheid is moeilijk. Grotere buffers om verliezen op te vangen zijn belangrijk om het vertrouwen te behouden en de toegang tot marktfinanciering te borgen. De levensverzekeringsmarkt krimpt. Kostenverlaging en consolidatie zijn nodig om levensverzekeraars toekomstbestendig te maken. Een oplossing voor de kwestie omtrent beleggingsverzekeringen is daarvoor noodzakelijk.

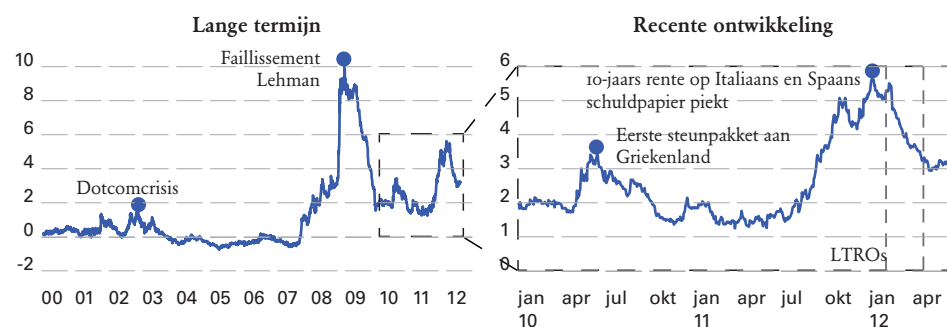
De omgeving waarin Nederlandse instellingen opereren heeft zich het afgelopen halfjaar aanvankelijk ongunstig ontwikkeld. Dit is te zien aan het beloop van de financiële-stressindex (grafiek 21), die spanningen meet op vier voor Nederland belangrijke financiële markten. De stress in het systeem steeg met name in de laatste maanden van 2011 fors door de toenemende onzekerheid rond de Europese schuldencrisis.

Vanaf eind december zorgden de twee LTRO's voor enige stabilisatie op internationale financiële markten (hoofdstuk 1). Sindsdien is het stressniveau ook op Nederlandse financiële markten significant afgenomen. Daarnaast wist de Nederlandse overheid in december de AAA-status te behouden, wat positief is voor de markttoegang van financiële ondernemingen.

Hoewel de stress is afgenomen, hebben Nederlandse beursgenoteerde financiële instellingen hebben, in lijn met buitenlandse, een marktwaarde die nog altijd fors lager ligt dan de boekwaarde. Dit duidt erop dat marktpartijen nog steeds rekening houden met aanzienlijke toekomstige verliezen, of weinig fiducia hebben in toekomstige rendementen.

Grafiek 21 Financiële-stressindex

1-1-2000 t/m 24-4-2012.



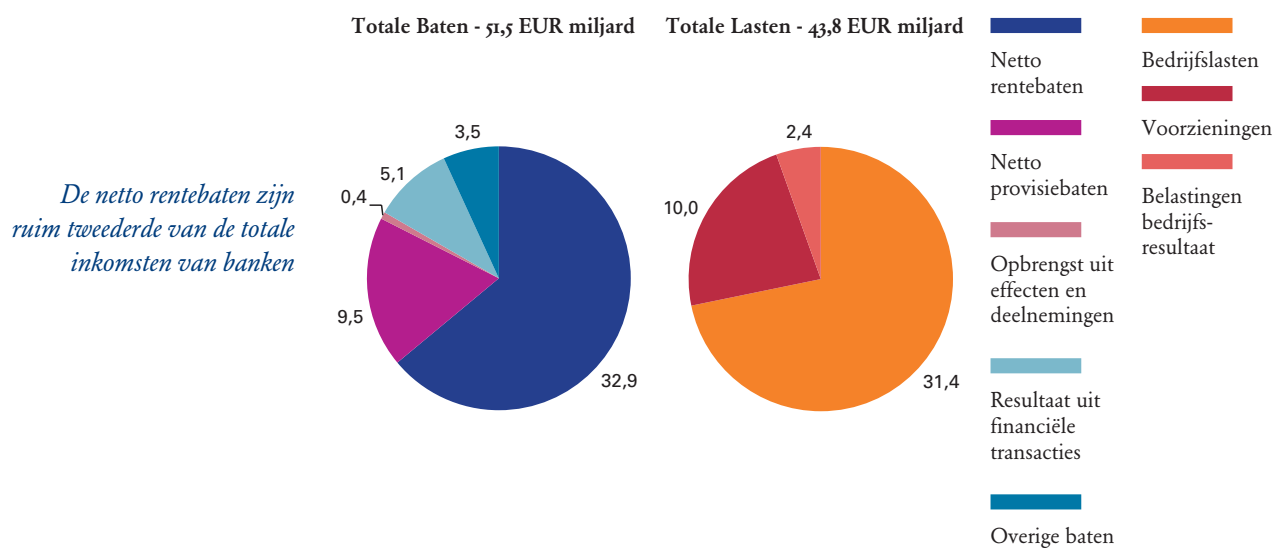
Sinds de LTRO's is stress op financiële markten afgenomen

FSI is gebaseerd op vier sub-indicatoren; obligatiemarkt, aandelenmarkt, valutamarkt en enkele markten specifiek gerelateerd aan de Nederlandse bankensector.

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

Grafiek 22 Samenstelling bedrijfsresultaat Nederlandse bankensector

In EUR miljard, 2011.



Betreft geconsolideerd bankbedrijf.
Bron: DNB.

Banken

Nederlandse banken hebben overwegend een bedrijfsmodel dat is gericht op het verstrekken van leningen aan huishoudens en bedrijven. Zij zijn voor een groot deel afhankelijk van het renteresultaat: het verschil tussen de rente die zij ontvangen op verstrekte leningen en de rente die zij betalen op aangetrokken financiering. In 2011 vormden de netto rentebaten tweederde van de totale inkomsten (grafiek 22).

De balans van de sector weerspiegelt dit model. Zakelijke kredietverlening en de hypotheekportefeuille beslaan 70 procent van de activazijde van de balans. Een groot deel van de overige bankenactiva ondersteunt de kredietverlening. Zo houden banken liquide financiële activa aan om te voorzien in de eigen liquiditeitsbehoefte en te voldoen aan liquiditeitseisen van de toezichthouder. Derivaten vormen een relatief klein onderdeel van de balans en dienen voor een deel om looptijdverschillen in de in- en uitleenrentes af te dekken.

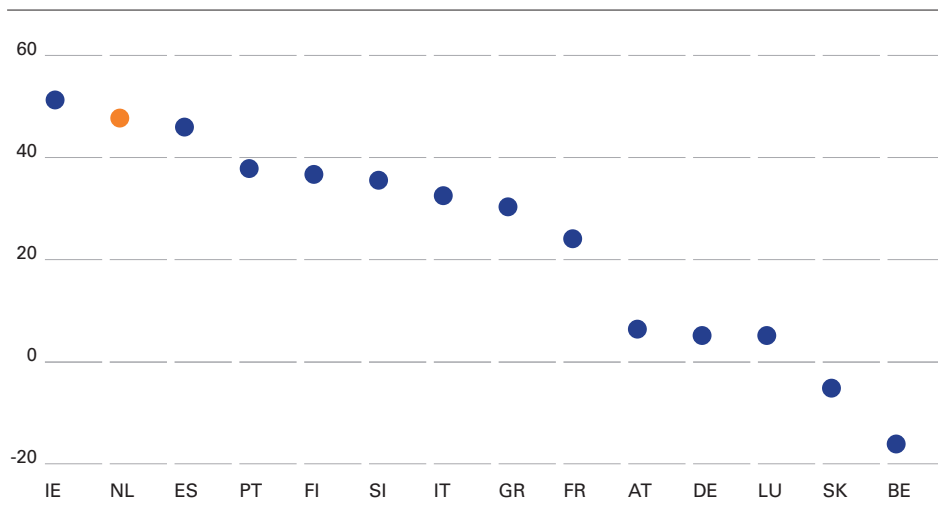
Opbouw bankbalans

De Nederlandse bankbalans is echter wel uit evenwicht. Het verschil tussen deposito's en leningen, het depositofinancieringsgat, is internationaal gezien groot (grafiek 23). Dit is vooral toe te schrijven aan de grote omvang van de kredietverlening, want de deposito's van huishoudens en bedrijven bij banken zijn in lijn met het Europese gemiddelde. Het fiscale regime prikkelt de vraag naar vooral hypothecair krediet. Omdat banken voor de crisis goedkoop financiering konden verkrijgen, was het tot voor kort winstgevend om aan deze vraag tegemoet te komen. Het samenspel van een te grote vraag en accommoderend aanbod heeft ertoe geleid dat de kredietverlening jarenlang fors is toegenomen (hoofdstuk 2).

Aanwijzingen hiervoor zijn af te leiden uit de financieringskosten en rentetarieven van hypotheekleningen. Vóór 2008 konden banken tegen lage tarieven marktfinanciering aantrekken. Ook de betaalde rentes op deposito's lagen aanzienlijk onder de beleidsrente. Door deze goedkope financiering konden banken de hypotheektarieven laag houden: het verschil tussen het hypotheektarief en de risicovrije rente was in deze periode relatief klein.

Grafiek 23 Internationale vergelijking depositofinancieringsgat

Percentage leningen niet gefinancierd met deposito's; eind 2011.



Het Nederlandse depositofinancieringsgat is internationaal gezien groot

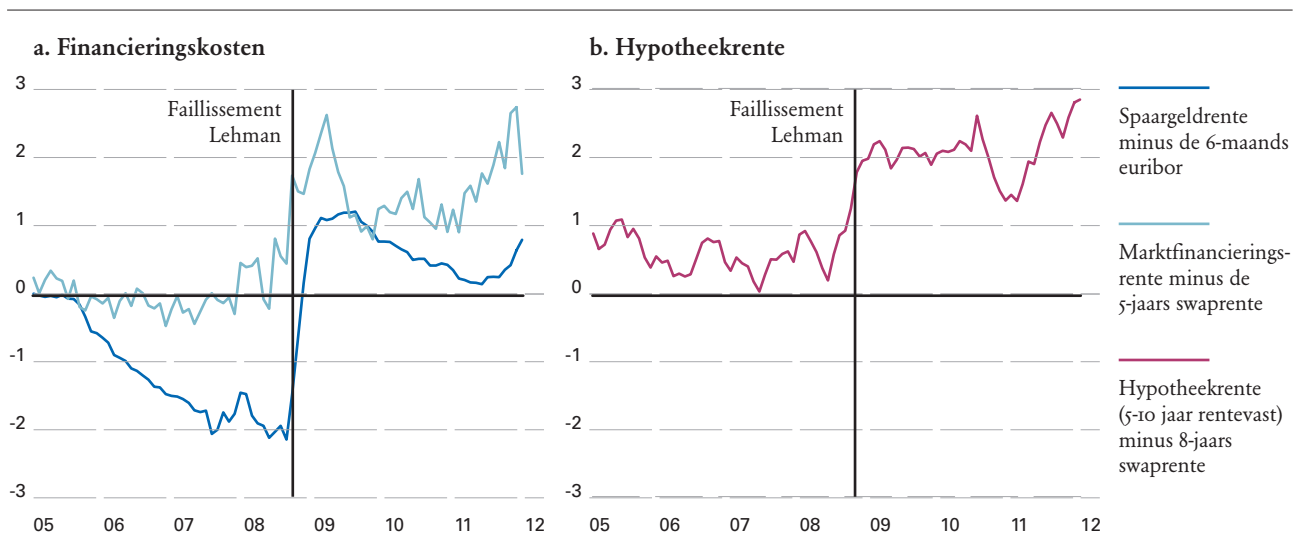
Nederland is gebaseerd op DNB data en inclusief leningen van niet-bancaire bankdochteren. Overige landen betreffen (deels) geschatte waarden op basis van ECB-data.
Bron: ECB, DNB en eigen berekeningen.

Sinds de crisis is dit beeld omgeslagen. Financiering is aanzienlijk duurder geworden. De kosten van marktfinanciering zijn opgelopen omdat marktpartijen grotere wanbetalingsrisico's zien, waarvoor ze ruimer gecompenseerd wensen te worden. Banken concurreren ook meer op de spaarmarkt, waardoor de spaarrentes hoger liggen dan voor de crisis. Om de hogere financieringskosten te compenseren, hebben banken de hypotheekrentes verhoogd (grafiek 24). Nederlandse banken slagen er nauwelijks in de historisch lage beleidsrente door te geven aan crediteuren, in tegenstelling tot bijvoorbeeld banken in België en Duitsland, waar het depositofinancieringsgat geen rol van betekenis speelt. De Nederlandse rentes op spaargelden en hypotheekrentes behoren nu tot de hoogste in Europa.

Sinds de crisis zijn financieringskosten en de hypotheekrente gestegen ten opzichte van benchmarks

Grafiek 24 Financieringskosten en hypotheekrente

In procentpunten; ten opzichte van de relevante benchmark.



De swaprente is de vaste rente die een partij voor een vastgestelde looptijd (5 jaar) moet betalen om daar tegenover een variabele rente te ontvangen (6-maands euribor rente). De 6-maands euribor rente is de interbancaire geldmarktrente voor ongedekte leningen met een looptijd van zes maanden. De marktfinancieringsrente is geschat op basis van 5-jaars CDS spreads van Nederlandse grootbanken.
Bron: Thomson Datastream en DNB.

De swaprente is de vaste rente die een partij voor een vastgestelde looptijd (8 jaar) moet betalen om daar tegenover een variabele rente te ontvangen (6-maands euribor rente).
Bron: Thomson Datastream en DNB.

Aanpassingen in de structuur

Nederlandse banken zullen hun financieringsmodel moeten herzien in het licht van de aangepaste marktsituatie en strengere toezichteisen sinds het begin van de crisis. Voor een evenwichtiger model zijn zowel aanpassingen aan de activa- als passivakant van de bankbalans noodzakelijk.

Het is belangrijk dat banken bij het oplossen van knelpunten in de financiering het langetermijnperspectief voor ogen houden. Het aantrekken van financiering met een korte looptijd of het verstrekken van meer onderpand vergemakkelijkt het aantrekken van middelen, maar kent grenzen op de lange termijn. Kortetermijnfinanciering maakt een bank gevoelig voor vertrouwensverlies en een te grote hoeveelheid gedekte financiering werkt negatief door op de positie van de overige vermogensverschaffers.

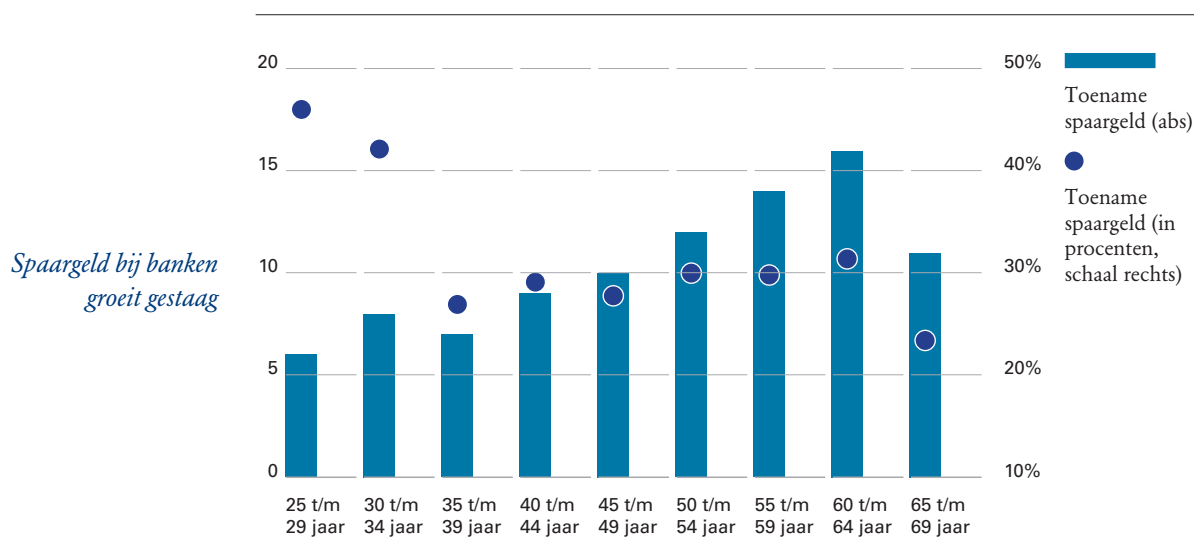
Lange ongedekte financiering is kostbaarder maar ook stabielier dan financiering met een korte looptijd en wentelt geen risico's af op overige vreemdvermogensverschaffers. Ongedekte professionele crediteuren kunnen bovendien een nuttige monitoringfunctie vervullen. Banken zullen overigens rekening moeten houden met blijvend hogere financieringskosten dan in het verleden, zeker nu beleidsmakers maatregelen nemen om impliciete garanties aan het bankwezen terug te dringen. Spaargeld is eveneens een aantrekkelijke financieringsbron. In de afgelopen vijf jaar hebben alle huishoudens uit alle leeftijds categorieën netto gespaard bij banken (grafiek 25).

Ook het aantrekken van extra kapitaal draagt bij aan het verbeteren van het financieringsprofiel van banken. Kapitaal vormt zelf een stabiele financieringsbron en een hogere solvabiliteit draagt bovendien bij aan het vertrouwen in de bank en dus aan het bevorderen van de toegang tot de financieringsmarkt. De solvabiliteitsverbetering van Nederlandse banken in 2009 was in dat opzicht positief. Sindsdien is de kapitaalratio echter nauwelijks toegenomen (grafiek 26).

Aan de activazijde zal de hypotheekportefeuille op termijn in relatieve omvang moeten afnemen. Omdat de aanpassingen aan de activa- en passivakant van de bankbalans pas op langere termijn haalbaar zijn, zal het depositofinancieringsgat de komende periode omvangrijk blijven. Zelfs bij een gestage groei van het binnenlandse

Grafiek 25 Toename spaargeld naar leeftijdsklasse, 2006-2011

Gemiddelde stijging per huishouden in EUR duizend, in procenten (rechter schaal). Leeftijdsklasse (van hoofdkostwinnaar huishouden) in 2006 op horizontale as.



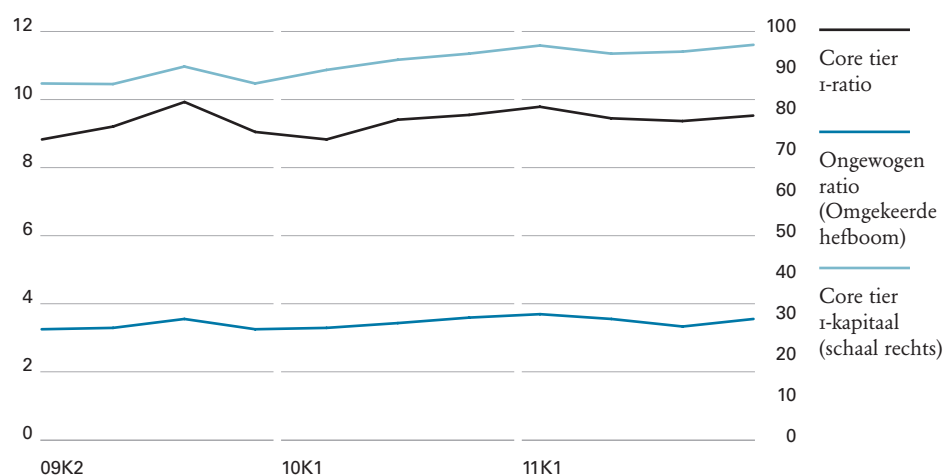
Bron: DNB, CBS.

Grafiek 26 Buffers van de Nederlandse bankensector

Core tier 1-ratio = core tier 1-kapitaal / risicogewogen activa x 100.

Ongewogen ratio = core tier 1-kapitaal / balanstotaal x 100.

Core tier 1-kapitaal op rechterschaal in EUR miljard.



*Sinds 2009 nemen
kapitaalratio's
naauwelijks toe.*

Bron: DNB.

spaargeld en een zeer gematigde groei van de hypotheekportefeuille blijft het gat significant. Dit onderstreept het belang snel de eerste stappen te zetten om de balans structureel te verbeteren.

Noodzaak voor transparantie en verdere versterking van buffers

Gegeven het depositofinancieringsgat en de prijsgevoeligheid van lange ongedekte marktfinanciering, is het extra belangrijk om het vertrouwen van marktparticipanten verder te bestendigen. Bij marktpartijen bestaat twijfel of banken verliezen voldoende snel nemen. Banken kunnen het vertrouwen van marktpartijen verhogen door transparant te zijn over kwetsbaarheden en mogelijke risico's, zoals perifere uitzettingen, blootstelling aan commercieel vastgoed en hun gevoeligheid voor de ontwikkelingen op de Nederlandse huizenmarkt. Ook beleidsmakers hebben een verantwoordelijkheid: zij dienen snel helderheid te scheppen over aankomende regelgeving en de impact daarvan op het bankwezen. Het wegnemen van deze onzekerheden, met een potentieel grote impact op vermogensverschaffers, zal markten houvast geven bij het beoordelen van de weerbaarheid van banken op middellange termijn.

Het belangrijkste voor het behoud van vertrouwen van marktpartijen is een verdere vergroting van de kapitaalbuffers. Winst is een belangrijke bron van kapitaalversterking. In algemene zin verdient bufferversterking daarom voorrang boven winstuitkering. Dividendinhouding hoeft aandeelhouders niet te schaden, want een verhoging van de buffers komt in principe tot uiting in de waarde van de instelling.

De bijdrage van dividendinhouding aan de kapitaalpositie hangt af van de winstgevendheid van de bank. Nu de kans op een langere periode van lage groei toeneemt, kan het toekomstige bedrijfsresultaat van banken tegenvallen. Bij onvoldoende mogelijkheid om de buffers tijdig te versterken met winst-inhoudingen dienen instellingen waar nodig en mogelijk marktkapitaal op te halen. Diverse buitenlandse banken hebben al laten zien dat dit ook onder moeilijke marktomstandigheden kan. Een succesvolle kapitaalemissie is bovendien een teken van sterkte. Nederlandse banken doen er goed aan niet te afwachtend te zijn in het emitteren van nieuw kapitaal.

Het is belangrijk dat beleidsmakers beseffen dat de fiscale regelgeving tegengesteld werkt aan de wens dat banken voldoende buffers aanleggen. Het fiscale systeem geeft het bankwezen helaas een sterke prikkel om activa te financieren met vreemd vermogen in plaats van met risicodragend eigen vermogen. Voor de vennootschapsbelasting zijn rentebetalingen immers aftrekbaar, maar uitkeringen aan eigenvermogenverschaffers niet. Het verschil in fiscale behandeling maakt schuld een goedkope financieringsbron. Banken hebben de schuldhefboom de laatste jaren weliswaar enigszins verlaagd, maar opereren nog altijd met een grote hefboom (grafiek 26).

Hervormingen met als doel om het eigen vermogen een fiscaal aantrekkelijkere financieringsbron te maken kunnen het beste op internationaal niveau worden afgestemd, maar maatregelen op nationaal niveau zijn ook mogelijk. Sommige landen passen deze reeds toe. In België bestaat bijvoorbeeld een forfaitaire renteaftrek voor eigen vermogen, die de verstoring tegengaat. Een andere denkbare oplossing is de renteaftrek deels te beperken voor bedrijven die opereren met een te grote hefboom. Zo'n beperking adresseert weliswaar niet de algemene verstoring richting schuldfinanciering, maar vermindert de spanning tussen het fiscale- en het toezichtregime en sluit aan bij de bestaande wens banken te prikkelen grotere buffers aan te houden.

Levensverzekeraars

De Nederlandse levensverzekeringsector heeft het moeilijk. De lage rente in combinatie met relatief hoge garanties en tegenvallende beleggingsresultaten zetten druk op de kapitaalpositie. Bovendien overschreden de uitkeringen aan polishouders voor het tweede achtereenvolgende jaar de ontvangen premies, omdat de vraag naar levenproducten terugloopt. Hoewel er cyclische oorzaken zijn, zoals een afkoelende woningmarkt, is de vraagterugval met name het gevolg van twee belangrijke structurele ontwikkelingen.

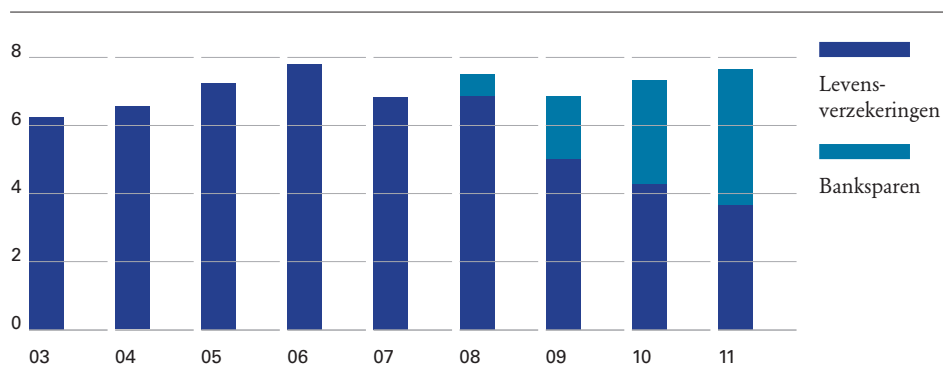
Ten eerste zorgt de slepende kwestie omtrent beleggingsverzekeringen, de zogeheten 'woekerpolisaffaire', voor een laag vertrouwen van consumenten in de sector. Het consumentenvertrouwen in verzekeraars is weer bijna net zo laag als op het dieptepunt tijdens de crisis in 2009. Ten tweede kiezen consumenten sinds de introductie van banksparen steeds vaker voor deze vorm van fiscale vermogenvorming, waar zij voorheen gebruik maakten van verzekeringsproducten. Banken hebben sinds 2008 een marktaandeel opgebouwd van ongeveer vijftig procent (grafiek 27) van de nieuw afgesloten vermogensproducten. De aan de levensverzekeringsector betaalde premies zijn dan ook fors gedaald. Een aantal verzekeraars heeft ingespeeld op de nieuwe trend door bankspaarproducten via bancaire dochterondernemingen aan te bieden.

De verschuiving naar banksparen vermindert de fiscaal gedreven verwevenheid tussen sectoren. Met de voorstellen van het parlement die de fiscale aantrekkelijkheid van de 'kapitaalverzekering eigen woning' wegneemt, is een nieuwe stap gezet om deze verwevenheid in de toekomst nog verder terug te dringen.

De levensverzekeringsector zal zich moeten aanpassen aan de geringere vraag naar levenproducten. De lagere volumes dwingen verzekeraars om te snijden in de kosten en onrendabele producten niet langer aan te bieden. Krimp en consolidatie van de levensverzekeringsector zijn noodzakelijk. Daarvoor is het belangrijk voor de sector om snel een oplossing te vinden voor de ophef over beleggingsverzekeringen. De slechte reputatie en onzekerheid bij marktpartijen als gevolg van deze affaire staat fusies of overnames in de weg.

Grafiek 27 Verkoop fiscale vermogensproducten

Nieuwe productie in EUR miljard, per jaar.



Consumenten kiezen steeds vaker voor banksparen

Voor bankspaarproducten schatting op basis van saldooverloop. Levensverzekeraars volgens definitie CVS.
Bron: DNB, CVS.

Pensioenfondsen

De financiële positie van pensioenfondsen is kwetsbaar. Sinds 2008 zijn de buffers van fondsen fors afgenomen. Dit werkte op dat moment stabiliserend omdat de buffers fondsen in staat stelden tegenvallende rendementen en een structurele rentedaling op te vangen, zonder dat zij uitkeringen hoefden te korten. Het gaf deelnemers voorlopige zekerheid en had een contracyclische invloed op de economische ontwikkeling. Stabiliteit van beleid is van belang voor het vertrouwen van consumenten in pensioenfondsen. Kortom, zonder buffers was de pensioensector nog kwetsbaarder geweest.

De gemiddelde dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen is gedaald tot 99 procent en een grote meerderheid van de fondsen kampt met een tekort. Een tijdelijk tekort kan acceptabel zijn als de economische terugval van korte duur is. De laagconjunctuur houdt echter al lang aan en het risico op een langdurige lage economische groei is reëel.

In de huidige economische omgeving kunnen fondsen niet vertrouwen op herstel via goede beleggingsrendementen of een stijging van de kapitaalmarktrente. Dit maakt verdergaande maatregelen noodzakelijk. Het financieren van herstel door premies te verhogen is moeilijk. De pensioenpremies die fondsen ontvangen, zijn voor een gemiddeld fonds minder dan vier procent van de verplichtingen. Dit betekent dat premies fors omhoog zouden moeten om het herstel van de dekkingsgraad mogelijk te maken. Om via verhoging van de premie een dekkingsgraadverbetering van vijf procent te realiseren, zou een gemiddeld fonds de premies gedurende tien jaar met twaalf procent moeten verhogen (grafiek 28).

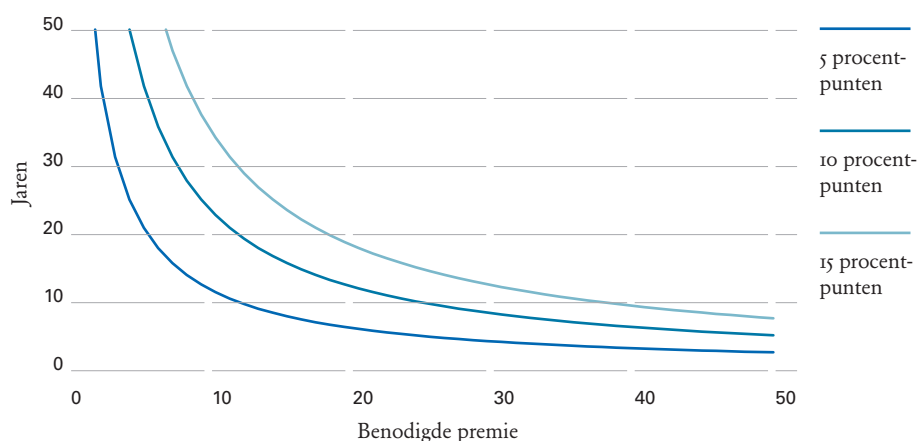
De pensioenwet schrijft het korten van pensioenaanspraken voor als het niet langer realistisch is dekkingstekorten via een andere weg te repareren en inmiddels heeft een groot aantal fondsen een kortingsvoornemen aangekondigd. Kortten heeft, net als het aanpassen van premies, als belangrijk nadeel dat het de koopkracht en het vertrouwen van consumenten schaadt en zo de conjuncturele neergang versterkt.

Op de lange termijn is een aanpassing van de pensioenleeftijd, zonder de jaarlijkse uitkeringen evenredig te verhogen of de jaarlijkse premies navenant te verlagen, een minder procyclische manier om de houdbaarheid van het pensioenstelsel te borgen. Het is belangrijk te beseffen dat een dergelijke aanpassing van de pensioenleeftijd geen oplossing biedt voor de huidige dekkingstekorten indien pensioen-

Grafiek 28 Benodigde verhoogde pensioenpremie voor verbetering dekkingsgraad

Verticale as is aantal jaren tot herstel, horizontale as is premieverhoging als percentage van huidige premie.

Premieverhoging is een inefficiënte manier om de dekkingsgraad te verbeteren



Dit betreft een ceteris paribus benadering voor een gemiddeld pensioenfonds uitgaande van een premie die gelijk is aan vier procent van de huidige technische voorzieningen voor risico fonds.
Bron: DNB.

gerechtigden hiervoor worden gecompenseerd, bijvoorbeeld wanneer langer doorwerken door huidige oudere werknemers betekent dat zij meer pensioen opbouwen. Pas wanneer sprake is van verlaagde opbouw bij ongewijzigd premieniveau, zullen de buffers van pensioenfondsen hierdoor aangroeien. Veel pensioenfondsen zullen dus hoe dan ook de verplichtingen op enige wijze moeten herzien, om de toekomstbestendigheid van het stelsel te borgen – dat overigens internationaal gezien nog altijd in aanzien staat.

