











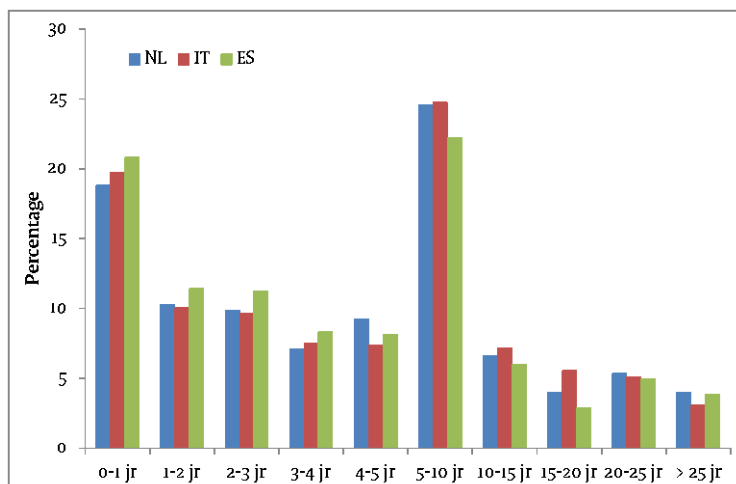








**Figuur 3** Huidige resterende looptijd overheidsschuld als percentage totale schuld



Bron: Spaanse centrale bank, Italiaanse centrale bank, Agentschap Ministerie van Financiën

Italië geniet momenteel enig vertrouwen van de markten. De Italiaanse regering moet zichzelf echter bewijzen door voorgenomen maatregelen ook daadwerkelijk in te voeren. In Spanje lijkt de nieuwe regering er daarentegen nog niet in te slagen om de markten te overtuigen van haar kredietwaardigheid. De problemen in Spanje vormen dan ook op dit moment het grootste risico. De rentes op Spaanse overheidsschulden lopen weer op. Dit ondanks de 27 mld euro die Spanje heeft aangegeven te willen bezuinigen in 2012. De grootste bezuinigingen hebben plaats in het onderwijs en de gezondheidszorg, maar ook andere maatregelen zoals het bevroeren van ambtenarsalarissen en de verhoging van de inkomstenbelasting zijn onderdeel van de bezuinigingen. Net als in Nederland wordt in Spanje een aantal belangrijke wijzigingen doorgevoerd in het pensioenstelsel. Zo wordt de pensioenleeftijd verhoogd van 65 naar 67 jaar, via geleidelijke stappen in de periode 2013 tot 2027. Daarnaast gaat het aantal gewerkte jaren waarbij iemand recht heeft op een volledige pensioenuitkering omhoog van 35 naar 37. De leeftijd waarop iemand met vervroegd pensioen kan gaan gaat omhoog van 61 naar 63 jaar en parttime pensioen blijft mogelijk vanaf een leeftijd van 61 jaar.

Om banken gezond te maken is er in juni 2009 een fonds gecreëerd om banken te herstructureren. Het aantal zogenoemde Cajas is gereduceerd van 45 naar 17, kapitaalvereisten zijn verhoogd van 8% naar 10% en sinds februari 2012 zijn er extra kapitaalvereisten en voorzieningen voor vastgoedgerelateerde bezittingen. Daarnaast zijn sommige banken geherkapitaliseerd en heeft de overheid garanties gegeven op bankobligaties.

De Spaanse bancaire sector staat er desondanks niet florissant voor. De tekorten van Spanje vis-à-vis het Target 2 betalingssysteem, een indicator van de hoeveelheid privaat kapitaal dat Spanje is ontvlucht, steeg met 65 mld euro tussen februari en maart 2012. Sinds juli 2011 is het met 219 mld euro toegenomen. Het percentage problematische leningen op de balansen van Spaanse banken

ligt op dit moment met 144 mld euro op ongeveer 8,2% van alle leningen. Het percentage problematische leningen groeit waarschijnlijk verder. Zelfs op basis van conservatieve veronderstellingen over de verliezen die op dergelijke leningen gerealiseerd worden, staan Spaanse banken nog aanzienlijke verliezen te wachten die slechts deels gedekt worden door de huidige reserves.<sup>11</sup> Banken hebben weliswaar voorzieningen getroffen voor deze verliezen, maar het is de vraag of dit voor alle banken voldoende zal zijn. Spanje nam in mei 2012 de zeggenschap over van Bankia, de grootste vastgoedbank van het land, en ondernam een kapitaalinjectie van 4,47 mld euro door staatsleningen om te zetten in aandelenkapitaal. Verder worden Spaanse banken gedwongen om grotere voorzieningen te treffen en een deel van hun vastgoedbezittingen apart te zetten.

Meer in het algemeen wordt Spanje getroffen langs vier kanalen. Ten eerste maakt de recessie bezuinigingen in Spanje noodzakelijk waardoor de groei in het land wordt gedrukt en de recessie verdiept. In het eerste kwartaal van 2012 was maar liefst 24,4% van de Spaanse beroepsbevolking werkloos. Het overgrote deel van het banenverlies bevindt zich in de bouw- en industriector. Uit de halfjaarlijkse [groeiramingen van de EC](#) van 11 mei 2012 blijkt dat het begrotingstekort in 2012 door de Commissie geschat wordt op 6,4% in 2012 en 6,3% in 2013.<sup>12</sup> Verder wordt verwacht dat de Spaanse economie in 2012 met 1,8% krimpt, meer dan de 1,0% die de commissie in februari van dit jaar voorspelde.<sup>13</sup> Verdere bezuinigingen gaan ten koste van de groei in Spanje. Het is dan ook niet duidelijk dat de schuldquote hierdoor afneemt.

Ten tweede is er de noodzaak tot nominale aanpassing, met andere woorden, lonen en prijzen moeten omlaag om Spanje concurrerder te maken, waardoor het nominale bruto binnenlands product (bbp) afneemt. Tegelijkertijd blijft de inflatie laag doordat Spanje in een muntunie zit. Voor landen die lid zijn van een muntunie is nominale aanpassing extra kostbaar. Met een eigen munt kan nominale aanpassing worden gerealiseerd via devaluatie. Voor zover de staatsschuld is opgenomen in de eigen valuta (zoals voor het VK het geval is), dan leidt een nominale aanpassing via devaluatie tegelijkertijd tot een reductie van de schuld uitgedrukt in buitenlandse valuta. Voor een lidstaat van een muntunie gebeurt dat niet, waardoor de last van de staatsschuld zwaarder weegt.

Ten derde loopt de rente verder op doordat de markten vertrouwen verliezen. Tot slot moet ook het bankwezen geherkapitalizeerd worden. Het gevolg is dat de schuldquote van het land toeneemt. Het risico bestaat dat niemand meer in Spanje wil investeren uit angst daarmee

<sup>11</sup> Citibank, Focus on Spain, 3 april 2012

<sup>12</sup> De ramingen nemen niet alle aangekondigde maatregelen mee omdat sommige maatregelen onvoldoende gespecificeerd zijn

<sup>13</sup> Spanje heeft als doelstelling het begrotingstekort terug te brengen van 8,5% BBP in 2011 naar 3% in 2013. De Spaanse regering heeft aangegeven vast te houden aan de doelstelling voor het begrotingstekort van 5,3% voor 2012.

zwaarder te worden aangeslagen voor de aflossing van die schuld. Daardoor komt een zelfversterkende cyclus op gang, waarbij de economie verder krimpt en de afbetaling van de schuld nog meer in het gedrang komt. Een dergelijk proces heeft zich eerder in Griekenland voorgedaan.<sup>14</sup> Dit is het zogenaamde *hold up* probleem of *debt overhang* probleem. Europese steun verbetert dan de vooruitzichten op terugbetaling. Dergelijke steun zou zich vooral op het derde en vierde kanaal moeten richten.<sup>15</sup> Het valt moeilijk in te zien hoe escalerende problemen het hoofd kunnen worden geboden zonder uitbreiding van huidige reddingsmechanismen, verregaand ingrijpen door de ECB, of het oprichten van onderlinge verzekeringsmechanismen tussen lidstaten van de euro. Daarbij is het belangrijk de relatie tussen een land en lokaal bankwezen te doorbreken. Dit komt in de volgende paragraaf.

### 1.3 De negatieve feedbackloop tussen banken en overheden

Naast mogelijke problemen bij EMU-landen, vormt ook de Europese bancaire sector een direct risico in de ontwikkeling van de Europese schulden crisis. Dit kwam eerder al aan de orde bij de bespreking van de situatie in Spanje. Volgens de EBA moeten 31 Europese banken voor gezamenlijk 115 mld euro hun tier 1 vermogen ophogen om aan de eisen van de EBA te voldoen (een Core Tier 1 capital ratio van 9% per eind juni 2012). Ondanks de strengere eisen en de ingediende herkapitalisatieplannen hebben markten echter nog steeds weinig vertrouwen in de gezondheid van Europese banken. Banken lenen elkaar nog steeds nauwelijks geld en de CDS spreads blijven hoog. De daling van deze spreads na de recente liquiditeitssteun door de ECB, de zogenaamde Long Term Refinancing Operation (LTRO), heeft geen stand gehouden. Daarnaast bestaat het risico dat banken minder leningen verstrekken teneinde hun kapitaalstructuur op orde te brengen. Dat heeft tot gevolg dat de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven onder druk staat, , waardoor de recessie zich verdiept.

De bancaire sector speelt ook een centrale rol bij het versterken van de crisis vanwege de ‘dubbele feedbackloop’ tussen bankencrisis en landencrisis. Als de kredietwaardigheid van landen daalt, worden banken geraakt (1) omdat ze relatief veel schuld van hun eigen overheid aanhouden, maar ook omdat (2) de impliciete garanties van overheden minder waard worden. De financieringskosten voor banken nemen hierdoor toe. Onderstaande figuur 4 laat zien dat een relatief groot aandeel van de overheidsschuld op de bankenbalansen bestaat uit schulden van de eigen nationale overheid, vooral in de Zuid-Europese landen. Als anderzijds de kredietwaardigheid van banken afneemt, worden overheden geraakt omdat dit (1) tot een afname van economische

---

<sup>14</sup> Zie Nederland en de Europese schulden crisis, CPB Policy brief 2011/03.

<sup>15</sup> Een vergelijkbare dynamiek heeft in Griekenland gespeeld. Zie Nederland en de Europese schulden crisis, CPB Policy brief 2011/03.

groei en dus minder belastinginkomsten leidt en (2) omdat de kans toeneemt dat de overheid banken moet redden.

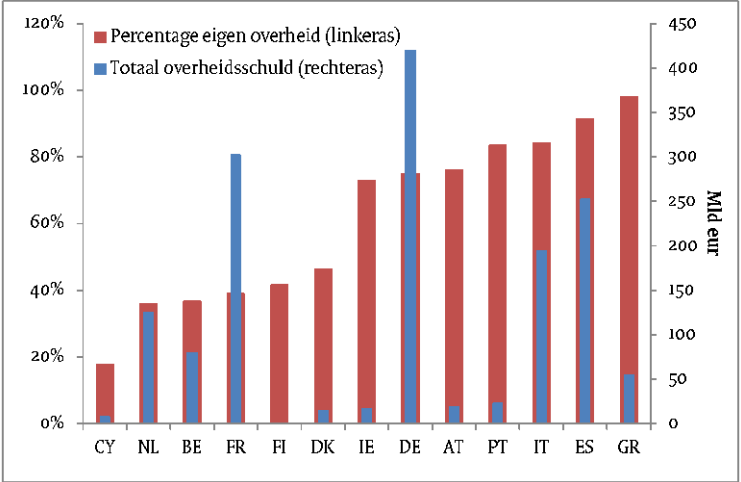
Om deze negatieve terugkoppelingsmechanismen te doorbreken kan het helpen om vangnet en herstructureringsmechanismen voor banken naar Europees niveau te brengen.<sup>16</sup> De Griekse verkiezingen op 17 juni vormen daarbij een belangrijk ijkpunt. Introductie van een bankenunie midden in een financiële crisis is moeilijk, je kunt brandende huizen nu eenmaal moeilijk verzekeren. De brand dreigt nu echter over te slaan. Daardoor is het nu beter om het brandende huis alsnog te verzekeren. De landen in de eurozone kunnen zich geen vaag plan permitteren. In het verleden zijn er enkele keren onuitgewerkte intenties gepresenteerd. Door onenigheid over de invulling verloor het plan aan geloofwaardigheid. Crisis is nu zo ernstig dat de eurozone landen zich een dergelijke gang van zaken niet langer kunnen veroorloven.

Dankzij het onconventionele monetaire beleid van de ECB konden commerciële banken in ruil voor onderpand liquiditeit aantrekken tegen een lage rente. Bij de eerste driejarige LTRO in december 2011, namen banken bruto 489 mld euro op bij de ECB en bij de tweede driejarige LTRO van 1 maart betrof het 530 mld euro. Dit zou banken moeten stimuleren om meer geld uit te lenen aan consumenten en bedrijven. Het is onduidelijk in hoeverre dit ook daadwerkelijk gebeurt. De ECB statistieken laten vooralsnog een dalend kredietvolume zien. Banken kunnen de leningen ook gebruiken voor het opkopen van overheidsschuld. Deze mogelijkheid heeft de vraag naar staatsobligaties gestimuleerd, met een rentedaling als gevolg. Dit heeft waarschijnlijk vooral in zuidelijke landen de feedbackloop tussen overheden en banken versterkt. Spanje en Italië konden gesteund worden via het EFSF, via de ECB, of via een omweg waarbij de ECB aan lokale banken geld leent. Vanwege een gebrek aan overeenstemming tussen politici is voor de laatste en minst directe optie gekozen.

---

<sup>16</sup> Zie ook C. Teulings, M. Bijlsma, G. Gelauff, A. Lejour en M. Roscam Abbing, 2011, Europa in crisis.

**Figuur 4 Schuldpapier van eigen overheid als percentage totaal schuldpapier overheid op de bankbalansen**



Bron: EBA stresstest 2011

In het CEP 2012 kon nog worden geconstateerd dat de schulden crisis in de eerste maanden van 2012 in rustiger vaarwater kwam mede door het beschikbaar stellen van extra liquiditeit in de vorm van driejaarsleningen door de ECB, de LTRO's, regeringswisselingen en aangekondigde hervormingspakketten in Italië en Spanje. Rentever schillen met Duitse staatsobligaties daalden, aandelenkoersen stegen en de volatiliteit van die koersen nam af. Inmiddels moet dit beeld bijgesteld worden. Door de verslechterende positie van Spaanse banken en de politieke problemen in Griekenland is de schulden crisis weer opgelaaid. Daarbij heeft de LTRO de negatieve feedbackloop tussen landen en banken versterkt. Zorgwekkend is ook dat het vooral Zuid-Europese banken zijn die van de LTRO gebruik maken, waardoor zwakke banken kunstmatig overeind gehouden worden.

## De financiële sector en de reële economie

Verschillende mechanismen doen een crisis van de reële economie overslaan naar de financiële sector en vice-versa, zie bijvoorbeeld Antony, Broer en Teulings (2011). De financiële accelerator werkt doordat de hoeveelheid kapitaal die een ondernemer kan krijgen bepaald wordt door zijn onderpand. Als een schok ervoor zorgt dat het onderpand in waarde daalt, kan de ondernemer minder investeren. Als daardoor de groeivoorzichten geraakt worden, daalt de waarde van het onderpand nog verder, met als gevolg dat de ondernemer nog minder kan lenen. Zo ontstaat dus een terugkoppeling. Er zijn drie kanalen waarlangs dit verloopt.

Het bankkapitaalkanaal ontstaat als het eigen vermogen onder de minimumkapitaaleisen daalt. Als een bank geen eigen vermogen kan aantrekken, moet die zijn kredietverlening verminderen en zijn balans verkorten. Dit staat bekend als het hefboomeffect. Als het hele bankwezen met dit probleem kampt, wordt de reële sector geconfronteerd met een kredietverkrapping. Bedrijven komen in de problemen, de groei neemt af, waardoor de kredietwaardigheid van de leningportefeuille van banken onder druk komt. Zo ontstaat weer een terugkoppeling.

Het bankleenkanaal begint met een verslechtering van de herfinancieringsmogelijkheden van de banken. Banken moeten dan op korte termijn nieuwe leningen aantrekken. Omdat verkrapping van kredietverlening op korte termijn geen soelaas biedt, moeten ze activa verkopen. In extreme gevallen kan dit leiden tot zogenaamde 'fire sales', waarbij banken hun activa onder de marktwaarde moeten verkopen (Wagner, 2010). Een fire sale heeft echter negatieve effecten op de waarde van de bezittingen van andere banken. Zo ontstaat ook hier een terugkoppeling.

Het risicokanaal begint met een stijging van de volatiliteit van de prijzen van financiële activa. Risico-averse beleggers eisen daarom een hogere risicopremie. De vraagzijde van de markt wordt daardoor geconfronteerd met een toename van de prijs-kostenmarge. Daarbij komt dat de toegenomen onzekerheid ook de vraag naar krediet kan doen dalen, omdat bedrijven en gezinnen hun investeringen en aankopen van duurzame consumptiegoederen terugbrengen. Dit mechanisme levert een eenmalige terugval in de economische activiteit op. Onderstaande tabel geeft een overzicht van bovenstaande mechanismen.

Naam	Mechanisme	Transmissie
Financiële accelerator	Onderpand ondernemer	Terugkoppeling
Bankkapitaalkanaal	Eigen vermogen bank	Terugkoppeling
Bankleenkanaal	Liquiditeit	Terugkoppeling
Risico kanaal	Risico / volatiliteit	Eenmalig

Een macroprudentiële analyse van de relatie tussen de reële economie en de financiële sector vraagt om een geïntegreerde aanpak. De algemene doorwerking van een financiële crisis op een economie kan alleen kwantitatief worden beoordeeld via een herleide vormanalyse die alle relevante kanalen omvat. Er zijn nog slechts weinig modellen die meer dan één kanaal bevatten. Uitzonderingen zijn bijvoorbeeld Gerali et al. (2010), Meh en Moran (2010) en Gertler en Kiyotaki (2011).

Antony, J., Peter Broer P.D., Teulings C. N. (2011), Welke lessen leert de Grote Recessie ons voor macromodellen?, KVS-preadviezen 2011.

Gerali, A., S. Neri, L. Sessa en F.M. Signoretti (2010): Credit and banking in a DSGE model of the euro area. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 107-141.

Gertler, M. en N. Kiyotaki (2011): Financial intermediation and credit policy in business cycle analysis, In B.M. Friedman en M. Woodford (eds.): *Handbook of Monetary Economics*, hfdst. 11, 547-599, vol. 3, Elsevier.

Meh, C.A. en K. Moran (2010): The role of bank capital in the propagation of shocks, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 34, 555-576.

Aan de omvangrijke liquiditeitssteun voor Europese banken zijn twee belangrijke vragen verbonden. Ten eerste, hoe kan voorkomen worden dat banken van de ademruimte gebruik maken om broodnodige herkapitalisering uit te stellen? Het risico bestaat dat, net als bij de Japanse zombiebancs in de jaren negentig, insolvabele banken dankzij het infuus van de ECB nog jaren zieloegend overeind blijven, met alle misallocaties van krediet die dat tot gevolg heeft.<sup>17</sup> Daarnaast is er ook sprake van een geloofwaardigheidsprobleem. Het is niet geloofwaardig om de liquiditeitssteun stop te zetten als banken niet voldoende gezond zijn. De ECB en Europese regeringsleiders moeten daarom zo snel mogelijk werken aan een strategie om de LTRO te verminderen. Een belangrijk element hierin zouden verdere institutionele vernieuwingen moeten zijn die het mogelijk maken om landen als Italië en Spanje liquiditeitssteun te verlenen.

Het is daarom belangrijk dat banken eventuele verliezen op hun bezittingen ook daadwerkelijk afschrijven en zo snel mogelijk hun eigen vermogen op peil brengen. Om herkapitalisatie te versnellen is het een optie om de mogelijkheden om dividend uit te keren te beperken voor banken die gebruik maken van de LTRO. Vanwege de verschillende mechanismen die de reële economie en de financiële sector met elkaar verbinden (zie de tekstbox 'De financiële sector en de reële economie' voor een overzicht van zulke mechanismen), is een goed gekapitaliseerd financieel systeem van groot belang voor een gezonde economie.

De tweede net zo belangrijke vraag betreft de afbouw van de liquiditeitssteun die de ECB heeft gegeven. De ECB heeft voortvarender ingegrepen dan de Japanse centrale bank in de jaren negentig van de vorige eeuw. Dat snel ingrijpen belangrijk is, was een les uit de Japanse crisis. Maar het brengt ook risico's met zich mee. Als Europese banken er niet in slagen om binnen drie jaar weer voldoende gezond te zijn, dan zal het niet geloofwaardig zijn dat de ECB terugbetaling van de leningen eist.

## **1.4 Garanties, leningen en andere risico's**

Een verslechtering van de Europese schuldencrisis raakt de Nederlandse overheid via de effecten op de economische groei, maar ook direct of indirect als gevolg van garanties en steunmaatregelen. In meest directe zin betreft het de garanties die het gevolg zijn van de reddingsmechanismen die in het kader van de Europese schuldencrisis zijn opgezet, met name via het EFSF en het ESM. Indirect

---

<sup>17</sup> De Japanse centrale bank voorzag insolvabele Japanse banken van goedkoop geld in de hoop dat deze uiteindelijk uit de problemen zouden groeien. Deze zogenaamde zombiebancs rolden, op deze manier gesteund door de centrale bank, hun slechte leningen door in de hoop dat de betreffende zombiebancs uit de problemen zouden groeien. De onvermijdelijke herstructurering van insolvabele bedrijven en banken werd op deze manier jarenlang vertraagd. De banken leenden het geld uit aan bedrijven die niet of nauwelijks winstgevend waren in de hoop dat deze 'zombiebancs' uit de problemen zouden groeien. Het gevolg was dat gezonde startende bedrijven geen krediet konden krijgen en dat de herstructurering van Japanse banken jarenlange vertraging heeft opgelopen. De misallocatie van krediet die hiervan het gevolg was heeft zeker bijgedragen aan wat later bekend is komen te staan als "the lost decade" van de Japanse economie, de langdurige periode van lage economisch groei die Japan heeft gekend gedurende de jaren negentig.

spelen ook de garanties aan de financiële en niet-financiële sector een rol, net als garanties die gerelateerd zijn aan de woningmarkt. Tabel 1 geeft een overzicht van garanties en leningen uitgesplitst naar relatie met de Europese schulden crisis.

**Tabel 1 Garanties en leningen**

<b>Garanties</b>		Bedrag (mld euro)
<i>Crisisgerelateerd</i>	Garantie op kredieten (Garanties interbancaire leningen, Kredieten EU-betalingsbalanssteun aan lidstaten, EFSF en EFSM)	136,14
	Garantie op deelnemingen (DNB - deelneming IMF)	47,31
	Garanties op moeilijk/niet te verzekeren risico's (deelneming ABN AMRO)	0,95
	Achterborgstellingen (NHG)	136,21
	<i>Niet crisisgerelateerd</i>	
	Garantie op kredieten	7,64
	Garantie op deelnemingen	16,45
	Garanties op moeilijk/niet te verzekeren risico's	29,14
	Overige garanties	0,29
	Achterborgstellingen	99,47
<b>Leningen en andere betalingen</b>		
	ABN AMRO	0
	ING niet-liquide activa reservevoorziening	12,79
	Fortis/ABN AMRO	31,72
	Kapitaalverstekkingsvoorziening	3,57
	Deposito garanties IJsland	1,42

Bron: [Miljoenennota 2012](#) tabel 1, tabel 7.1 en 7.2, en [Financieel Jaarverslag van het Rijk 2012](#) tabel 6.1

Naast deze garanties zijn er nog de depositogaranties met een omvang van ongeveer 390 mld euro in 2010.<sup>18</sup> Deze komen officieel voor rekening van de financiële sector zelf. Dat is bij relatief beperkte problemen inderdaad mogelijk, maar de rekening komt uiteindelijk toch bij de overheid te liggen als een van de drie Nederlandse grootbanken in de problemen komt, want de Nederlandse bancaire sector kan deze kosten niet zelf dragen.

Verder heeft de ECB in het kader van de eurocrisis een grote hoeveelheid steun verleend in de vorm van haar Securities Market Program (SMP), waarbij de ECB op de secundaire markt zelf overheidsobligaties gekocht heeft, de LTRO operaties en Target 2, waarbij de ECB leningen aan banken heeft verstrekt in ruil voor onderpand.<sup>19</sup> Als de ECB op deze leningen verliezen leidt, staat de Nederlandse overheid hieraan op een indirecte manier bloot. De ECB kan dan namelijk

<sup>18</sup> Zie [de brief](#) van de minister van Financiën op 2 mei 2011 met kenmerk FM/2011/8672 U.

<sup>19</sup> Te weten een Target2-onbalans van in totaal 892,1 mld euro (Instituut voor Empirisch Economisch Onderzoek aan de Universiteit van Osnabrück, gegevens gebaseerd op waarnemingen van 12/11 en 03/12). SMP, CBPP1, CBPP2 samen 279,4 ([ECB openmarkttransacties](#) vanaf 29.3.12). MRO- en langer lopende herfinancieringstransacties samen 1.155,0 mld Euro (ECB-weekstaat 27.03.12).



besluiten om de lidstaten te vragen bij te storten. Daarnaast kan de ECB de winstuitkering aan de centrale banken beperken. Die storten een deel van dit bedrag in de overheidskas, waardoor dit bedrag dan vermindert. Ook zijn er impliciete garanties, zoals de garanties die bijvoorbeeld tot uiting kwamen bij de redding van ABN AMRO. Deze ontbreken in onderstaande tabel. Verdieping van de Europese schuldencrisis kan ertoe leiden dat aanspraak gemaakt wordt op een deel van deze garanties en daarmee vormen zij ook een risico voor de overheidsfinanciën.

## 2 De Nederlandse financiële sector

De Nederlandse financiële sector vormt een belangrijke schakel tussen enerzijds spaarders en investeerders, en anderzijds bedrijven en consumenten die sparen of willen investeren. Een schok die de financiële sector raakt, raakt ook de reële economie (zie de tekstbox 'De financiële sector en de reële economie'). De Nederlandse financiële sector is relatief gezond maar kent een aantal belangrijke zwakheden.

### 2.1 Het financieringsgat van Nederlandse banken

Een bank moet het verschil tussen de bezittingen op de balans en de som van deposito's van consumenten en het eigen vermogen zien te financieren via de financiële markten. Bijvoorbeeld door het uitgeven van obligaties of het aangaan van interbancaire leningen of repo-transacties.<sup>20</sup> DNB heeft het financieringsgat van de Nederlandse bancaire sector, gedefinieerd als het verschil tussen leningen en deposito's, in diverse publicaties in beeld gebracht (zie [jaarverslag 2011 DNB](#)).<sup>21</sup> ]Daaruit blijkt dat Nederlandse banken sterker zijn aangewezen op financiering via de financiële markten dan banken in andere Europese landen.

Dit betekent niet dat Nederlandse consumenten te weinig sparen. De Nederlandse spaargelden van consumenten bij banken liggen rond het Europese gemiddelde.<sup>22</sup> Volgens gegevens van Eurostat<sup>23</sup> lagen de spaartegoeden bij banken van Nederlandse consumenten in 2007 op 61% van het bbp, terwijl deze in Duitsland op 67%, in Frankrijk op 56% en in Italië op 64% lagen.<sup>24</sup> Wel lenen Nederlandse banken meer uit dan banken in andere landen. Dat zit voor een deel in de bovengemiddeld hoge hypotheekschulden. Figuur 5 laat die hypotheekfinanciering bij Nederlandse banken zien. De totale hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens is zeer hoog. Als percentage van het nationaal inkomen nam deze toe van 43% in 1995 naar 105% in 2011. Het financieringsgat is dus mede het gevolg van gemiddelde spaartegoeden gecombineerd met hoge hypothecaire leningen.

---

<sup>20</sup> Bij een repo-transactie verkoopt de ene partij bezittingen aan een andere partij met de verplichting ze op een later moment terug te kopen tegen een vooraf vastgestelde prijs. Het verschil tussen de verkoopwaarde en de aankoopwaarde fungeert als rentevergoeding.

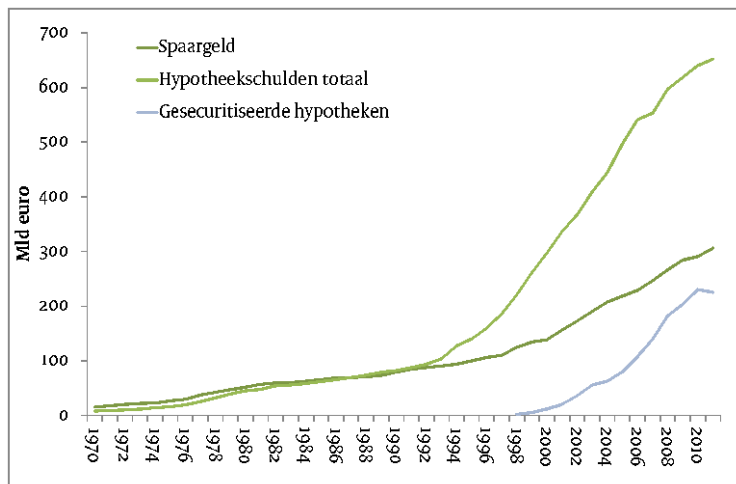
<sup>21</sup> Het financieringsgat is een maat voor de hoeveelheid mobiele financiering die een bank aanhoudt, dat wil zeggen financiering die snel kan wegvloeien. DNB definieert het financieringsgat als het verschil tussen binnenlandse leningen en binnenlandse spaartegoeden. Een alternatieve maatstaf is het verschil tussen de bezittingen van banken en immobiele financiering (eigen vermogen, spaartegoeden van consumenten en langetermijnschuld) als maatstaf te gebruiken. Het financieringsgat komt dan hoger uit.

<sup>22</sup> De totale spaartegoeden van Nederlandse consumenten liggen overigens ver boven het EU-gemiddelde vanwege de hoge pensioenbesparingen in Nederland.

<sup>23</sup> Zie [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics\\_explained/index.php/Household\\_financial\\_assets\\_and\\_liabilities](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Household_financial_assets_and_liabilities)

<sup>24</sup> Voor andere jaren hebben we geen Europese gegevens kunnen vinden.

**Figuur 5 Spaargeld, hypotheekschulden en gesecuritiseerde hypotheeklen sinds 1970**



Bron: Nationale rekeningen, De Nederlandsche Bank, CPB

Hypotheekfinanciering heeft over het algemeen een lange looptijd. Wanneer de financiering via de financiële markt zeer kortlopend is, staan banken bloot aan herfinancieringsrisico. Immers, wanneer partijen die leningen aan Nederlandse banken verstrekken toenemende risico's percipiëren, eisen zij een hogere rentevergoeding van de banken. Vanwege de kortlopende financiering kunnen de rentelasten voor banken dan snel oplopen, waardoor banken in de problemen kunnen komen. Bij problemen op de financiële markten kunnen financieringsmogelijkheden ook geheel wegvallen. Dit vormt een risico voor de Nederlandse overheid die uiteindelijk garant staat voor Nederlandse banken.<sup>25</sup>

Vanwege het relatief grotere financieringsgat (in combinatie met de relatief grote financiële sector in Nederland, zie hieronder) zijn Nederlandse banken dus kwetsbaar voor problemen op de kapitaalmarkten. Die kwetsbaarheid voor externe schokken wordt verkleind als Nederlandse banken beter gekapitaliseerd zouden zijn. Daarvoor zijn diverse mogelijkheden. Een eerste mogelijkheid is dat banken hun balans verkorten door hypotheeklen te verkopen zodat ze minder marktfinanciering nodig hebben. Om hypotheeklen van de balans te kunnen halen, maken banken gebruik van securitisatie. De groei daarvan sinds 1998 is te zien in figuur 5. De financiële crisis heeft echter duidelijk gemaakt dat gesecuritiseerde hypotheeklen soms toch weer op de balans van een bank terecht komen.<sup>26</sup> De markt voor securitisatie is bovendien als gevolg van de crisis minder toegankelijk geworden.

<sup>25</sup> In de VS is bijvoorbeeld ruim 850 mld dollar aan gesecuritiseerde hypotheeklen opgekocht door de centrale bank.

<sup>26</sup> Bijvoorbeeld doordat banken de financiering van special purpose vehicles garanderen of om de eigen reputatie van een bank hoog te houden.

Een tweede mogelijkheid voor grotere kapitalisatie is dat banken zich financieren met langlopende leningen om het herfinancieringsrisico te beperken. Langlopende financiering is echter duurder dan kortlopende financiering. Meer langlopende financiering brengt dus kosten met zich mee. Vanuit maatschappelijk perspectief kunnen dergelijke kosten echter gerechtvaardigd zijn omdat ze de kans op een systeemcrisis verkleinen.<sup>27</sup> Het onlangs aangenomen voorstel voor een bankbelasting heeft onder meer tot doel banken te stimuleren meer langlopende financiering aan te gaan, door langlopende schulden tegen een lager tarief te belasten dan kortlopende.<sup>28</sup>

Een derde oplossing is om het volume aan woninghypotheken te beperken of de consumentendeposito's bij banken te vergroten. Nederlandse consumenten hebben relatief hoge hypothecaire leningen. Wijzigingen in de maximale hoogte van hypotheken die consumenten kunnen lenen, werken echter met aanzienlijke vertraging door in de hoogte van de hypotheekschuld in Nederland. Daarbij is ook het spaargedrag van consumenten niet eenvoudig te veranderen, mede doordat banken slechts beperkt toegang hebben tot spaargeld. Pensioenen worden namelijk niet via banken maar via pensioenfondsen gespaard. Daarbij is de Nederlandse huizenmarkt kwetsbaar. De prijzen van verkochte bestaande koopwoningen waren in april van dit jaar 5,2% lager dan in april 2011. Verdere prijsdalingen kunnen het consumentenvertrouwen en daarmee de consumptie doen dalen.

Daarnaast is de vormgeving van het depositogarantiestelsel van belang bij het inperken van risico's. Bij de achtergestelde deposito's die de DSB bank had uitstaan bleek juridische onzekerheid te bestaan over welk schuld papier al dan niet gegarandeerd is.<sup>29</sup> Onduidelijkheid over welke leningen achtergesteld zijn bij een bankfaillissement en welke niet creëert ruimte voor strategisch gedrag en kan onzekerheid vergroten bij schuldeisers van banken. De indruk mag niet ontstaan dat de regels voor toelating tot het depositogarantiestelsel achteraf versoepeld worden. Een bancaire interventieraamwerk moet daarom een heldere indeling van senioriteit van claims bevatten.<sup>30</sup> Dit stelt hoge eisen aan het juridische kader en de kwaliteit van de rechtspraak.

---

<sup>27</sup> zie [Perotti en Suarez](#), 2011.

<sup>28</sup> Kamerstukken II 2011-2012, 33 121 nr. 2

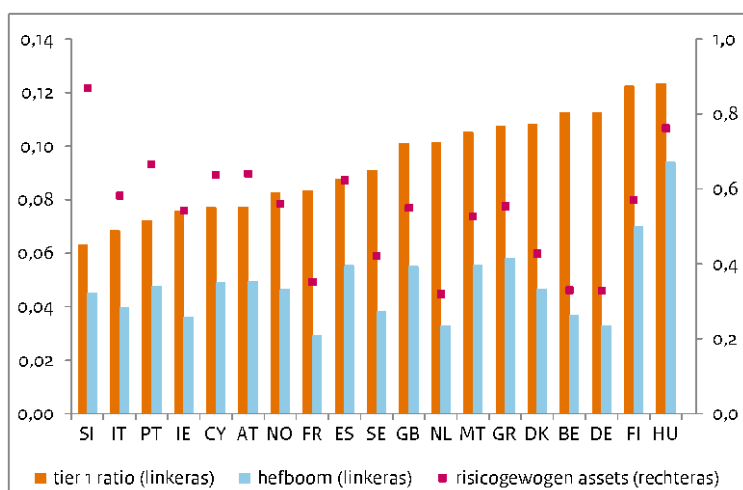
<sup>29</sup> Het College van Beroep van het bedrijfsleven heeft in hoger beroep [geoordeeld](#) dat de achtergestelde deposito's bij DSB onder het depositogarantiestelsel vallen omdat zij geen onderdeel uitmaken van het toetsingsvermogen, zoals eerder betoogd door DNB. Of achtergestelde deposito's onder de definitie van eigen vermogen vallen, hangt niet af van de informatieverstrekking.

<sup>30</sup> Zo'n interventieraamwerk schrijft onder meer voor welke maatregelen de toezichthouder moet nemen in de verschillende fasen van ingrijpen bij een bank die in de problemen raakt. Zie Bijlsma, Elsenburg en Zwart, [Een bindend interventieraamwerk voor bancaire toezicht](#), CPB Policy brief 2011/04.

## 2.2 De hefboom van Nederlandse banken

De European Banking Authority (EBA) concludeerde na haar stresstest van oktober 2011 dat 31 Europese banken voor 115 mld euro hun core tier 1 vermogen moeten ophogen om aan de eisen van de EBA te voldoen, dat wil zeggen een core tier 1 capital ratio van 9% per eind juni 2012.<sup>31</sup> Nederlandse banken scoorden relatief goed in deze stresstest. Onderstaande figuur laat drie gemiddelden voor banken per land zien: ten eerste de core tier 1 ratio, ten tweede de verhouding tussen core tier 1 vermogen en het totale vermogen, en ten derde de risicogewogen bezittingen als percentage van de ongewogen bezittingen. De eerste twee grootheden staan op de linker-as, de laatste op de rechter-as. De verhouding van core tier 1 vermogen en totale bezittingen is gerelateerd aan de hefboom van banken: hoe lager de verhouding, hoe hoger de hefboom.

**Figuur 6 Tier 1 ratio, hefboom en risicogewogen bezittingen van Europese banken**



Bron: EBA, CPB

Figuur 6 maakt duidelijk dat Nederlandse banken weliswaar goed scoren in de stresstesten met een hoge core tier 1 ratio, maar dat tegelijkertijd de gemiddelde hefboom van Nederlandse banken hoog is in vergelijking met die van banken in andere landen. Nederlandse banken hebben immers relatief weinig core tier 1 vermogen ten opzichte van hun totale vermogen en zijn daardoor relatief gevoelig voor onverwachte verliezen.

Een factor in de goede scores van Nederlandse banken in de stresstesten van de EBA is dus de gunstige risicoweging tussen eigen vermogen en risicogewogen bezittingen, Een deel van die

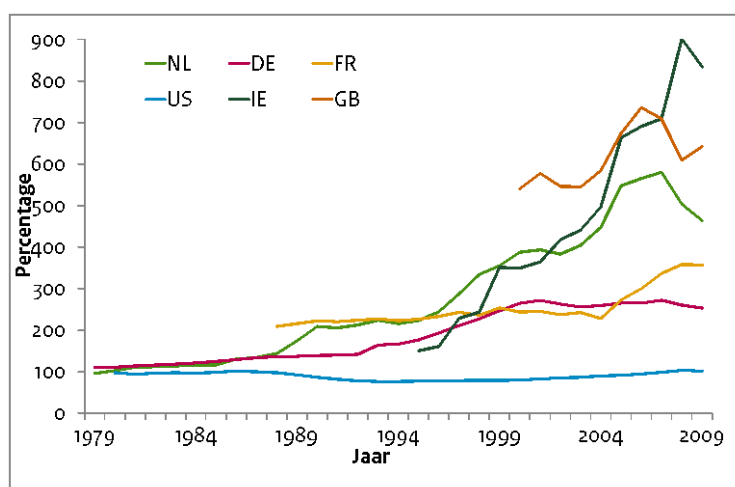
<sup>31</sup> Core tier 1 vermogen is gelijk aan de bestaande EU definitie van tier 1 vermogen, minus participaties in financiële instellingen en minus hybride financieringsinstrumenten, zie [EBA FAQ](#).

bezittingen bestaat uit hypothecaire leningen, die een lage risicoweging kennen. Wanneer een langdurige economische neergang de kredietwaardigheid van hypotheekportefeuilles sterk negatief zou beïnvloeden, kunnen Nederlandse banken ondanks de lage risicoweging toch klappen oplopen.

## 2.3 De omvang van Nederlandse banken

De Nederlandse bancaire sector is groot vergeleken met die van andere Europese landen en de VS, zoals in figuur 7 te zien is. De totale waarde van de bankbalansen van Nederlandse banken als percentage van het bbp is gestegen van 95% naar bijna 500% in de afgelopen drie decennia. In Frankrijk en Duitsland is dit percentage veel minder snel gestegen tot respectievelijk 350% en 250%. Het Verenigd Koninkrijk heeft een nog grotere bancaire sector dan Nederland en ook Ierland laat een veel sterkere stijging zien tot ruim 900% in 2008. Voor Amerikaanse banken blijft de totale waarde van de bankbalansen als percentage van het bbp vrijwel gelijk in de periode 1980-2010.

**Figuur 7** Totale bankbalansen als een percentage van het BBP

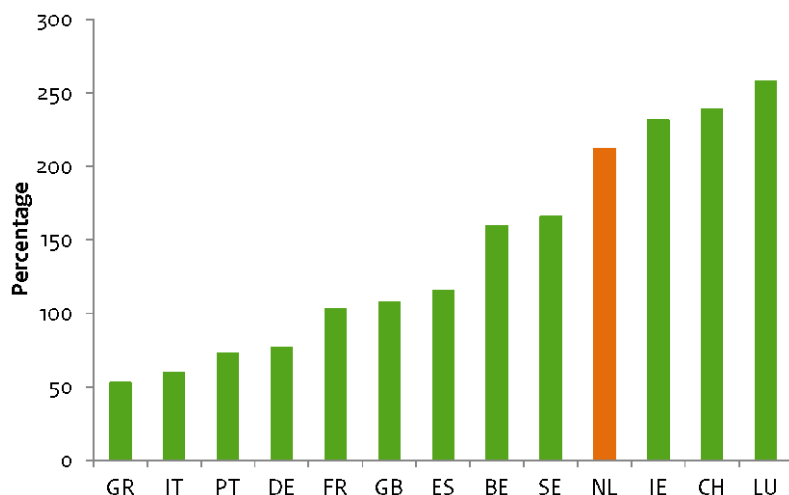


Bron: OECD, ECB

Figuur 8 laat zien dat Nederland niet alleen een grote bancaire sector heeft, maar dat de grootste Nederlandse bank (ING) ook erg groot is in vergelijking met banken in andere Europese landen . De tweede Nederlandse bank (Rabobank) is groter dan de grootste Duitse bank in verhouding tot het bbp, wat duidt op een hoge mate van concentratie in de Nederlandse bancaire sector.

De grootte en de concentratie van de Nederlandse bancaire sector vormen een risico voor de overheid. Het depositogarantiestelsel garandeert een deel van de tegoeden van rekeninghouders van een bank die haar verplichtingen niet meer kan nakomen. Hoewel de kosten hiervan in eerste instantie voor rekening van de banken zelf komen, is het denkbaar dat de overheid moet bijspringen wanneer het een grote bank betreft. Daarnaast heeft het recente verleden uitgewezen dat de Nederlandse overheid sommige banken te belangrijk acht om failliet te laten gaan (“*too-big-to-fail*”). Dit effect wordt nog eens versterkt wanneer meerdere van dergelijke ‘systeembanken’ of SIB’s (*Systemically Important Banks*) tegelijkertijd in de problemen komen.

**Figuur 8 Balanswaarde grootste bank als percentage van het BBP (2010)**



Bron: OECD, CPB

Onder het nieuwe raamwerk voor kapitaalregulering (Basel III) moeten systeembanken hogere kapitaalbuffers aanhouden. Dit zijn minimumeisen en individuele landen kunnen bovenop het basisniveau binnen bepaalde randvoorwaarden strengere nationale eisen te stellen.<sup>32</sup> DNB geeft in haar jaarverslag aan dat SIB’s afhankelijk van de mate van systeemrelevantie additioneel kernkapitaal van 1-3% van de risicogewogen bezittingen zullen moeten aanhouden. Kernkapitaal omvat gestort aandelenvermogen en ingehouden winst. Deze eis komt bovenop de reguliere

<sup>32</sup> Zie [verslag van de ecofin raad van 2 mei 2012 te Brussel](#).

kapitaaleisen uit Basel III van 7%.<sup>33</sup> Het totale kernkapitaal van SIB's moet hiermee uitkomen op 8-10%. In tijden van verhoogde kredietgroei kan deze eis toenemen tot 12,5%, vanwege de zogeheten contracyclische kapitaalbuffer in Basel III. Daarnaast vereist Basel III converteerbaar kapitaal van 3,5%. De minister van financiën heeft aangegeven additionele eisen voor converteerbaar kapitaal te willen stellen. Afhankelijk van de hoogte van deze eisen loopt Nederland internationaal in de pas met het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland.<sup>34</sup>

Er zijn verschillende mogelijkheden om de kwetsbaarheid van de Nederlandse economie voor de grote bancaire sector te adresseren. Zoals hiervoor al opgemerkt, zouden de kapitaaleisen voor Nederlandse banken verder verhoogd kunnen worden. Een hoger eigen vermogen beschermt de Nederlandse belastingbetaler tegen de kosten van een crisis en versterkt de prikkels voor banken om risico's verder in te perken. De langetermijnkosten van een dergelijke aanscherping zijn waarschijnlijk relatief klein, terwijl de baten in de vorm van een lagere kans op een systeemcrisis aanzienlijk zijn.<sup>35</sup> Daarbij zijn Nederlandse banken goed in staat gebleken om hogere kapitaalniveaus te bereiken. Dit doet vermoeden dat het verder versterken van het eigen vermogen relatief eenvoudig realiseerbaar is.

Ten tweede zouden kleinere banken nagestreefd kunnen worden, zodat ze niet langer too-big-to-fail zijn. Hier zijn mogelijk kosten aan verbonden als banken door hun kleinere omvang niet langer kunnen profiteren van schaaffecten. Economische studies, met name naar banken in de Verenigde Staten, laten echter zien dat schaaffecten bij banken weliswaar belangrijk zijn, maar dat op een veel lager niveau ophouden dan de huidige schaalgrootte van banken met honderden miljarden.<sup>36</sup> Omdat kleinere banken in mindere mate profiteren van impliciete overheidsgaranties (ze zijn immers niet too-big-to-fail), betalen zij een hogere rente voor het aantrekken van financiering.

De maatschappelijke risico's zijn ook kleiner wanneer de financiële sector als geheel kleiner is. Ook hier zijn natuurlijk kosten aan verbonden. Volgens de statistieken van het CBS is de

---

<sup>33</sup> De minimumeis voor kernkapitaal is verhoogd van 2% naar 4,5% van de totale risicogewogen activa van een bank. Een buffervereiste van 2,5% kernkapitaal wordt geleidelijk ingevoerd en stimuleert banken om naar een streefwaarde van 7% voor de kapitaalratio te groeien. Kapitaaleisen worden stapsgewijs ingevoerd, tussen 2016 en 2019 dienen SIB's de buffer geleidelijk op te bouwen.

<sup>34</sup> Zie [bijlage 1](#) bij de [vervolgnota nuts- en zakenactiviteiten](#).

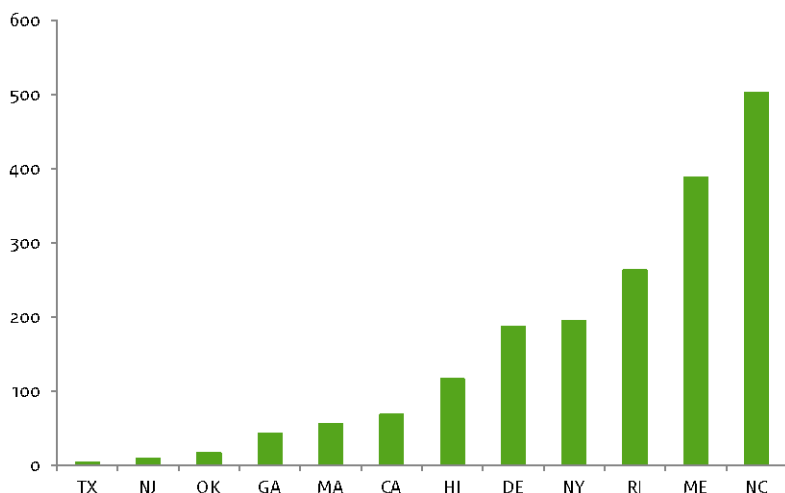
<sup>35</sup> Op de korte termijn kunnen er wel kosten zijn doordat banken hun prijzen verhogen of minder gaan uitlenen. Beleid kan een actieve rol spelen in het verminderen van deze transitiekosten, door banken een lange aanpassingstermijn te gunnen en daarbij dividenduitkeringen te beperken, of door banken te verplichten nieuw aandelenkapitaal uit te geven. Zie Bijlsma en Zwart, [Zijn strengere kapitaaleisen kostbaar?](#), CPB document 215.

<sup>36</sup> Zie bijvoorbeeld Berger, Allen N. and Loretta J. Mester, 1997, Inside the box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions?, *Journal of Banking and Finance* 21, 895-947. Zij vinden een optimale schaalgrootte van rond de 25 mld dollar. Amel, Dean, Colleen Barnes, Fabio Panetta, and Carmelo Salleo, 2004, Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence, *Journal of Banking and Finance* 28, 2493-2519 vinden dat de bedrijfskosten van commerciële Noord-Amerikaanse banken toenemen voor banken groter dan 50 mld dollar.



toegevoegde waarde van de Nederlandse financiële sector ongeveer 7,0% van het bbp. Dit cijfer wordt echter door verschillende effecten vertekend. Ten eerste wordt de recente toename gedreven door een lagere interbancaire rente. De toegevoegde waarde van de financiële sector lijkt daardoor te stijgen, maar daartegenover staat een lagere toegevoegde waarde van bedrijven met leningen bij banken.<sup>37</sup> Ten tweede houdt het geen rekening met de impliciete garanties die Nederlandse grootbanken krijgen van de Nederlandse overheid. Ten derde corrigeert de huidige berekeningsmethodiek niet voor risico en houdt deze in het bijzonder geen rekening met de negatieve externe effecten van systeemrisico.<sup>38</sup> Overigens kunnen er ook positieve externe effecten zijn van een grote financiële sector. Onderzoek naar de optimale grootte van de financiële sector staat echter nog in de kinderschoenen.

**Figuur 9 Balanswaarde grootste bank als percentage BBP voor Amerikaanse staten**



Tot slot zou het ook helpen als toezicht en vangnet zoals het depositogarantiestelsel op Europees niveau in plaats van nationaal niveau plaatsvindt, zie ook de eerdere discussie over de herkapitalisatie van het Spaanse bankwezen. Door de steunoperaties voor banken niet via individuele lidstaten te laten lopen, wordt ook de terugkoppeling tussen bankencrises en overheidsschuldencrises gedempt. De mogelijkheid om via het ESM banken in een bepaald land te steunen, is hierbij een eerste stap.<sup>39</sup> Figuur 9 laat zien dat er ook binnen de VS enorme verschillen zijn tussen de verschillende staten in de omvang van banken. Deze banken hebben echter geen last van hoge rentestanden van individuele staten. Een belangrijke reden voor dit verschil is dat regulering van, en het vangnet voor, banken op federaal niveau geregeld zijn.

<sup>37</sup> De renteopslag op die leningen is immers toegenomen.

<sup>38</sup> Zie bijvoorbeeld [Haldane \(2012\)](#)

<sup>39</sup> Het ESM mag steun verlenen aan de bancaire sector van landen die niet meer op de kapitaalmarkt kunnen lenen. Er worden door de EC, de ECB, en het IMF voorwaarden opgelegd aan landen die geld willen lenen.

## 3 De Nederlandse vastgoedmarkt

### 3.1 De Nederlandse hypotheekmarkt

Banken zijn gevoelig voor verliezen op hun hypotheekportefeuille. De hypotheekschuld is de afgelopen jaren verder toegenomen (zie figuur 5) en bedroeg volgens berekeningen van DNB medio 2011 644 mld euro. In combinatie met dalende huizenprijzen en een oplopende werkloosheid vormt dit een groot risico voor banken.

Voor een bank ontstaan verliezen wanneer huiseigenaren hun hypotheekrente niet kunnen betalen en wanneer de waarde van een woning bij verkoop lager is dan de verstrekte hypotheek. De schulden van Nederlandse huishoudens bedragen circa 250% van het bbp. Daarmee zijn ze de op één na hoogste binnen de Europese Unie, na Denemarken.<sup>40</sup> De totale schuld van huishoudens bestaat vooral uit hypotheekschuld, maar deels ook uit consumptief krediet.<sup>41</sup> In 2009 had 15% van de woningeigenaren een negatieve overwaarde, dat wil zeggen dat de hypotheekschuld hoger was dan de WOZ-waarde.<sup>42</sup> Vooral relatief jonge huishoudens met een gemiddeld tot hoog inkomen hebben een negatieve overwaarde en weinig spaargeld, wat resulteert in een negatief eigen vermogen. Bij een plotselinge inkomensschok, bijvoorbeeld door werkloosheid, ziekte of scheiding, of een renteschok, kunnen zij in betalingsproblemen komen. Bij gedwongen verkoop komen zij vervolgens in de schulden. Volgens DNB bedraagt de overwaarde voor 65-plussers daarentegen gemiddeld 70%.<sup>43</sup>

Een scenario met toenemende werkloosheid en stijgende hypotheekrente kan werkelijkheid worden als de Europese schuldencrisis verder escaleert. Daarnaast vormen de dalende huizenprijzen, in combinatie met de inzakkende economie en een hogere werkloosheid, een steeds groter risico voor het Nederlandse bankwezen. De woningwaarde zal onder druk blijven staan als gevolg van de laagconjunctuur. Dit heeft een negatief effect op de vraag naar huizen. Omdat er geen sprake is van een terugval in het aanbod loopt het aantal te koop staande huizen op. De risico's op de woningmarkt worden versterkt wanneer de politiek onvoldoende duidelijkheid geeft over het beleid dat zij op het vlak van de woningmarkt wil voeren, waardoor potentiële kopers en potentiële verkopers terughoudender worden.

---

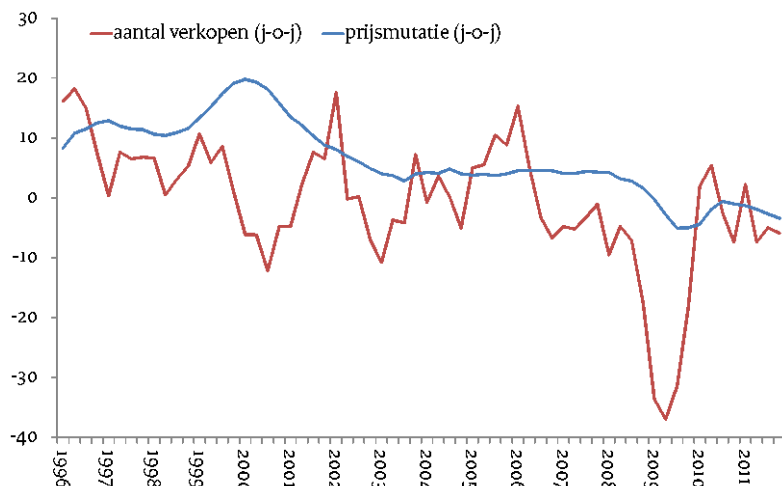
<sup>40</sup> Zie Eurostat [gross debt-to-income ratio of households](#)

<sup>41</sup> In maart 2012 was er voor [15,9 mld euro](#) aan aflopend plus doorlopend krediet en voor [9,8 miljard euro](#) aan roodstand op lopende rekeningen (Bron: CBS).

<sup>42</sup> <http://www.cbs.nl/nl-NL/menu/themas/bouwen-wonen/publicaties/artikelen/archief/2010/2010-020-pb.htm>

<sup>43</sup> Risico's Nederlandse hypotheekschuld sterk geconcentreerd, DNBulletin, december 2011

**Figuur 10** Jaar-op-jaar mutatie in huizenprijs en aantal huizenverkopen (in procenten)



Bron: CBS

Een deel van dit risico wordt afgedekt door de Nationale Hypotheekgarantie (NHG) van de overheid. In het eerste kwartaal van 2012 zijn er 28.200 nieuwe leningen met NHG verstrekt. Dat is een vermindering in vergelijking met hetzelfde kwartaal vorig jaar (37.800). Het aantal actieve garanties per 31 maart 2012 staat op een totaal van 949.000. Dit aantal betreft ruim 80% van de woningen binnen de NHG-kostengrens van 350.000 euro.<sup>44</sup> Het eigen vermogen van de NHG bedraagt 740 mln euro. Mocht deze buffer door omstandigheden niet genoeg zijn om aan de betalingsverplichtingen te voldoen, dan staat de overheid garant. Voor verstrekte NHG's voor 1 januari 2011 geldt dat de stichting bij liquiditeitstekorten een beroep kan doen op achtergestelde, renteloze leningen van het Rijk (50%) en gemeenten (50%). Voor leningen afgesloten na deze datum is er sprake van een 100% achtervangfunctie van het Rijk. In 2009 beoordeelde het CPB de risico's als beperkt.<sup>45</sup> De gebruikte scenario's lijken inmiddels echter achterhaald, waardoor het risico is toegenomen.

Hoewel het aantal gedwongen verkopen van onder de garantie vallende huizen in Nederland nog op een relatief laag niveau ligt, is hierin een sterke stijging zichtbaar: van 491 in het eerste kwartaal van 2011 naar 765 in dezelfde periode dit jaar.

<sup>44</sup> Per 1 juli 2012 wordt deze kostengrens verlaagd naar 320.000 euro en deze zal tot 1 juli 2014 in stappen verder verlaagd worden naar het oorspronkelijke bedrag van 265.000 euro. Om de licht hogere risico's voor de achtervang van de overheid als gevolg van de afbouw van de kostengrens op te vangen, is de verzekeringspremie voor huizenkopers verhoogd van 0,55% naar 0,7% van de hypotheeksom. Zie [Kwartaalcijfers Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen](#), 2 april 2012.

<sup>45</sup> Zie ook <http://www.cpb.nl/publicatie/verhoging-nationale-hypotheekgarantie>

Verskillende maatregelen kunnen helpen de gevoeligheid van banken voor verliezen op de Nederlandse woningmarkt te beperken. Als eerste is het belangrijk om het aflossen van hypotheekschuld aantrekkelijker te maken. Door jarenlange fiscale stimulering werd het afsluiten van hoge hypotheekleningen aantrekkelijk. Vanwege de fiscale regelgeving is het op dit moment aantrekkelijker om te sparen dan om hypotheekschuld af te lossen. Dit betekent niet automatisch dat de vermogenspositie van huishoudens zal verbeteren. Waar de schuldpositie afneemt, zullen de spaartegoeden van consumenten afnemen, het geld moet immers ergens vandaan komen. Het is dus ook niet zo dat het financieringsgat van Nederlandse banken hierdoor zal afnemen: niet alleen de uitstaande hypotheekschuld zal dalen, ook de spaartegoeden van consumenten zullen dalen.

Een tweede mogelijkheid is het verder verlagen van de maximale loan-to-value ratio (LTV) van een hypothecaire lening. In het Lenteakkoord is besloten de maximaal aftrekbare hypotheek voor nieuwe hypotheekleningen op termijn te beperken tot de marktwaarde van het huis. Ten behoeve van waardevermeerderende (en/of duurzame) investeringen in het eigenhuis wordt hierop een uitzondering gemaakt.

Een andere optie is het geleidelijk beperken van de hypotheekrenteaftrek. Hierdoor wordt woningbezitters de prikkel ontnomen om een grote hypotheekschuld in stand te houden, waardoor deze over de looptijd van de hypotheek sneller zal dalen. In het Lenteakkoord zijn enkele maatregelen opgenomen met betrekking tot de hypotheekrenteaftrek. Voor nieuwe hypotheekleningen vanaf 2013 zal de betaalde rente alleen aftrekbaar zijn wanneer het een lening betreft die gedurende de looptijd volledig en ten minste annuïtair wordt afgelost. Voor bestaande hypotheekleningen zal de hypotheekrenteaftrek ongewijzigd blijven. Ook blijft de aflosperiode met hypotheekrenteaftrek voor iedereen 30 jaar. Een complicatie bij deze opties is dat er een inherente spanning is tussen het afbouwen van de hypotheekschuld en het op gang brengen van de huizenmarkt. Een verdere daling van de huizenprijzen raakt de consumentenbestedingen en vergroot de risico's voor banken.

Op korte termijn kan het bedrag aan uitzettingen worden verlaagd door verkoop van hypotheekportefeuilles op financiële markten (*securitisatie*). Banken doen dit al met een beperkt deel van hun hypotheekportefeuille, maar het lage risicogewicht dat volgens de Basel-normen bij woonhypotheekleningen past maakt het voor hen aantrekkelijk om hypotheekleningen op hun balans te houden. De toezichthouder heeft hierbij echter enige vrijheid en kan (onder de tweede pijler van het Basel-akkoord) het risicogewicht verhogen, waardoor een grotere prikkel tot securitisatie ontstaat. Banken zijn hiervoor wel afhankelijk van een voldoende liquiditeit van deze markt, die als gevolg van de crisis een flinke deuk heeft opgelopen.

## 3.2 De markt voor commercieel vastgoed

De waarde van commercieel vastgoed (kantoor-, winkel- of bedrijfspanden) laat over de hele linie een dalende trend zien. Dit raakt financiële instellingen die hebben belegd in vastgoed, of leningen hebben verstrekt aan vastgoedontwikkelaars. Banken hebben voor ongeveer 80 mld euro aan vastgoedleningen in Nederland uitstaan. Dit betreft vooral leningen aan vastgoedbedrijven, beleggers en projectontwikkelaars. Het risico voor banken is dat deze leningen niet worden terugbetaald als in onderpand gegeven vastgoed in waarde daalt. Op dit moment is een kwart van de Nederlandse vastgoedportefeuille van banken minder waard dan het onderpand. Dit kan banken al op korte termijn in problemen brengen. Volgens DNB loopt ongeveer 30% van de bancaire vastgoedleningen dit jaar of in 2013 af, terwijl ongeveer de helft van de leningen een looptijd heeft tot 2015 of later.<sup>46</sup>

Wanneer er onduidelijkheid bestaat over de mate waarin verschillende banken te lijden hebben onder de problemen in de vastgoedsector, kan dit schadelijk zijn voor de positie van alle banken op de kapitaalmarkten. De economische literatuur, gebaseerd op ervaringen tijdens de huidige financiële crisis, heeft laten zien dat banken de neiging kunnen hebben om hun balans op te poetsen door niet of te weinig af te schrijven op activa waarvan de waarde daalt.<sup>47</sup> Het is ook onduidelijk in welke mate banken hebben afgeschreven op hun vastgoedportefeuilles. Er bestaan daarnaast verschillende manieren om de waarde van kantoren te hoog voor te spiegelen. Voorbeelden zijn huurvrije perioden, huurkortingen of investeringsbijdragen van de eigenaar waardoor de feitelijke huuropbrengst daalt, terwijl de waardebepaling is gebaseerd op een huur zonder korting.<sup>48</sup> De mislukte verkoop door Uni-Invest eind vorig jaar van een vastgoedportefeuille die 40% onder balanswaarde werd aangeboden, illustreert de neiging om traag af te schrijven.<sup>49</sup>

Daarnaast wordt de juiste waardering bemoeilijkt doordat sprake is van een tweedeling in zowel de markt voor kantoor- als die voor winkelpanden. Kwaliteitspanden op de juiste locaties dalen veel minder sterk in waarde dan panden op perifere locaties. De leegstand voor kantoorpanden is circa 13,9%.<sup>50</sup> Het is niet uit te sluiten dat een deel van de leegstaande panden niet meer als zodanig gebruikt zal worden. De tweedeling in de kantorenmarkt blijkt ook uit de grote spreiding in afschrijving tussen de verschillende componenten van de [IPD/ROZ-index](#). Afschrijvingen op kantoren variëren tussen de 18% en 31% in de periode 2008-2011.<sup>51</sup> De tweedeling bij winkelpanden

---

<sup>46</sup> Zie [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), DNB, voorjaar 2012

<sup>47</sup> Zie bijvoorbeeld [Huizinga en Laeven \(2009\)](#).

<sup>48</sup> Volgens makelaarskantoor DTZ Zadelhof ("De kanshebbers in de markt", januari 2012). De waarde van een pand is een functie van de huuropbrengst. Als bij de waardebepaling wordt uitgegaan van een huur zonder rekening te houden met gegeven kortingen volgt daaruit een overwaardering.

<sup>49</sup> Het Financieel Dagblad. 'DNB: vastgoed wordt derde crisis in financiële sector', 3 februari 2012.

<sup>50</sup> DTZ Zadelhof, [De markt voor Nederlands commercieel onroerend goed](#), januari 2011.

<sup>51</sup> IPD persbericht 2 maart 2012.

komt vooral tot uiting door leegstand op B- en C-locaties. De vereniging van institutionele vastgoedbeleggers pleit daarom om een deel van deze panden te slopen.<sup>52</sup>

De financiële stabiliteit in Nederland is erbij gebaat dat banken hun verlies nemen op hun vastgoedportefeuille en indien nodig hiervoor extra kapitaal aantrekken. Ook kunnen de achterliggende redenen van overaanbod op de kantorenmarkt onderzocht worden. Uiteraard is de afgenomen vraag als gevolg van de economische crisis een van de achterliggende oorzaken van de leegstand op de kantorenmarkt. Een tweede mogelijke oorzaak is de concurrentie tussen gemeenten om nieuwe bedrijven aan te trekken. Dit kan ertoe leiden dat het aanbod van kantoren verder toeneemt. Ook andere factoren zoals de structurele vertraging van de groei van de kantorenvraag en een trage reactie van nieuwbouw op de toegenomen leegstand kunnen een rol spelen.

---

<sup>52</sup> IVBN 2012.





Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau  
Van Stolkweg 14  
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag  
T (070) 3383 380

[info@cpb.nl](mailto:info@cpb.nl) | [www.cpb.nl](http://www.cpb.nl)

Mei 2012