



Centraal Planbureau

CPB Notitie | 30 mei 2013

# CPB Risicorapportage Financiële Markten 2013

*Op verzoek van de Tweede Kamer*





# CPB Notitie

**Aan:** De Tweede Kamer

**Centraal Planbureau**

Van Stolkweg 14  
Postbus 80510  
2508 GM Den Haag

T (070)3383 380  
I [www.cpb.nl](http://www.cpb.nl)

**Contactpersoon**

Michiel Bijlsma  
Nancy van Beers  
Remco Mocking

**Datum:** 30 mei 2013

**Betreft:** Risicorapportage CPB

## 1 Inleiding

De Tweede Kamer heeft, als vervolg op de aanbevelingen van de Commissie De Wit, het CPB en DNB verzocht om minimaal één keer per jaar een rapportage te maken over de internationale en nationale macro-economische ontwikkelingen in samenhang met ontwikkelingen in de financiële sector. Vorig jaar heeft het CPB hierover voor het eerst aan de Tweede Kamer gerapporteerd. De bevindingen met betrekking tot de ontwikkelingen van de financiële markten zoals weergegeven in het Centraal Economisch Plan (CEP) van 2013, vormen voor wat betreft het CPB-deel hierbij het uitgangspunt. De analyse beperkt zich tot een beschrijving van de belangrijkste risico's voor de Nederlandse economie.

### Hoofdpunten

In de laatste maanden van 2012 en de eerste maanden van 2013 gaven financiële marktindicatoren blijk van enig vertrouwensherstel. Hieraan droegen het monetaire beleid van de ECB, het besluit om toezicht op een groot deel van de bancaire sector naar Europees niveau te tillen, nieuwe Europese fiscale wet- en regelgeving en het langzaam op gang komende aanpassingsproces in problemlanden bij. Desondanks blijven de neerwaartse risico's groot.

*Een belangrijk risico voor de Nederlandse financiële sector en de Nederlandse economie blijft de Europese schulden crisis. Politieke verbintenissen door individuele landen zijn omgeven met implementatierisico's. De combinatie van bezuinigingsmoeheid en hervormingsweerstand in veel Europese landen vormt een risicofactor die ervoor kan zorgen dat het politieke draagvlak bij sommige individuele lidstaten wegvalt. Daarbij bestaat over een essentieel element van een bankenunie, te weten een Europees resolutiemechanisme, nog geen overeenstemming, terwijl*

het Europese banktoezicht (SSM) nog operationeel moet worden.<sup>1</sup> Overeenstemming laat op zich wachten omdat een dergelijk resolutiemechanisme, dat vastlegt op welke manier banken in problemen worden afgewikkeld, betekent dat gekozen moet worden op welke manier de kosten over aandeelhouders, crediteuren en overheden worden verdeeld. Bovendien moet het probleem van legacy-assets (problematische leningen uit het verleden) worden opgelost voordat banken kunnen worden ondergebracht in een Europees garantiestelsel.

*De cumulatieve gevolgen voor economieën van bezuinigingen en private schuldafbouw blijken groot.* Het aanpassingsproces na een financieel-economische crisis, waarin tekorten en schulden worden teruggebracht naar een houdbaar niveau, is pijnlijk en langdurig doordat overheden, toezichthouders en financiële instellingen dikwijls procyclisch beleid voeren. De hogere lasten voor de burger en lagere overheidsuitgaven die nodig zijn om de tekorten bij de overheid terug te dringen, het aanscherpen van de kredietvoorwaarden van banken voor bedrijven, de strengere eisen aan verlening van hypotheekleningen en het afbouwen van de hefboom door banken zetten de economische groei op korte termijn onder druk. De lagere groei en de oploep van de werkloosheid tasten de betaalcapaciteit van huishoudens, bedrijven en overheid aan, terwijl de consumptie verder wordt geremd doordat huishoudens hun schulden proberen af te bouwen.

*Er kunnen opnieuw banken in de eurozone in de problemen komen.* Europese banken zijn niet uit de gevarezone. Het vermoeden bestaat dat sommige banken nog onvoldoende hun verliezen hebben genomen.<sup>2</sup> Bij de overgang naar een bankenunie is het belangrijk dat er voldoende duidelijkheid is over de gezondheid van de bankbalansen, waarbij met name erkenning van onherstelbare verliezen door banken het vertrouwen in de berekening van de risicogewogen activa van banken moet versterken.<sup>3</sup> Daarom is een grondig balansonderzoek voorafgaand aan de overdracht van het toezicht naar Europees niveau, een zogeheten Asset Quality Review (AQR), belangrijk. Daarnaast zouden nieuwe, strenge en geloofwaardige stresstesten bijdragen aan het versterken van het vertrouwen in banken. De liquiditeitssteun van de ECB versneld afbouwen helpt niet, omdat markten niet precies weten welke banken gezond en welke ongezond zijn. Nieuwe problemen kunnen het zwakke vertrouwen in de Europese financiële instellingen verdere schade toebrengen. Een snelle totstandkoming van een bankenunie zou dit risico verminderen.

*Economische en politieke ontwikkelingen kunnen tot nieuwe problemen bij de GIIPS-landen of bij andere landen leiden.* In Italië voert de nieuwe regering een balanceeract uit om bezuinigingen en hervormingen op koers te houden. Volgens de Europese Commissie is de Spaanse hervormingsagenda nog incompleet en zijn er aanvullende maatregelen nodig om de hoge overheidsschulden en werkloosheid terug te brengen. In Ierland stellen de vakbonden zich

---

<sup>1</sup> Er ligt een richtlijnvoorstel voor herstel en afwikkeling van banken, de [Bank Recovery and Resolution Directive](#) (RRD). Overeenstemming over een Europees [Deposit Guarantee Schemes](#) (DGS) is op de lange baan geschoven. De RRD zorgt voor enige harmonisatie van het nationale instrumentarium, maar daarmee is er nog geen Europees resolutiemechanisme. Naar verwachting presenteert de Europese Commissie in juni een voorstel voor een Single Resolution Mechanism (SRM) voor deelnemers aan de SSM. De SSM-verordeningen treden eind juli in werking, waarna de ECB minimaal een jaar de tijd krijgt om zich voor te bereiden om haar toezichtstaken.

<sup>2</sup> DNB schrijft in het Overzicht Financiële Stabiliteit voorjaar 2013: 'Mogelijk veronderstellen beleggers dat nog verborgen verliezen te nemen zijn.'

<sup>3</sup> Zie [deze speech](#) op 18 april 2013 door Jörg Asmussen de ECB.

kritisch op met betrekking tot de hervormingsagenda.<sup>4</sup> Landen als Malta en Luxemburg hebben een grote bankensector die sterk afhankelijk is van buitenlandse financiering, wat ze gevoelig maakt voor liquiditeitsproblemen.<sup>5</sup> Slovenië heeft weliswaar een relatief kleine financiële sector, maar de financiële gezondheid van banken staat er onder druk. Een verslechtering van de Europese schulden crisis raakt de Nederlandse overheid via de effecten op de economische groei en de financiële sector, maar ook als gevolg van garanties en steunmaatregelen. Dit betreft de garanties die voortvloeien uit het Europees Stabielheidsmechanisme (ESM), evenals de garanties aan de financiële en niet-financiële sector, zoals de woningmarkt.<sup>6</sup> Op dit moment bedragen de door het Rijk verleende garanties en achterborgstellingen circa 260 mld respectievelijk 246 mld.<sup>7</sup>

*De hoge schuldenlast van Nederlandse huishoudens en dalende huizenprijzen tegelijk met oplopende werkloosheid hebben een sterk negatief effect op de consumptie en daarmee op de economische groei.*<sup>8</sup> De dalende huizenprijzen hebben een sterk negatief effect op de consumptie doordat consumenten meer gaan sparen, wat de economische groei drukt. De oplopende werkloosheid vergroot de onzekerheid over het inkomen en de mogelijkheid om de lasten van de woning te dragen. Weliswaar staat op geaggregeerd niveau tegenover de hoge schulden ook een groot vermogen, maar dat vermogen is grotendeels niet-liquide in de vorm van pensioenen, terwijl er grote verschillen bestaan in de vermogenspositie van huishoudens. Vooral jonge tweeverdieners in grote steden hebben te maken met hypotheekschulden die boven de actuele verkoopwaarde van hun huis liggen. Als de economie de komende jaren slecht blijft presteren en de werkloosheid verder toeneemt, kunnen deze huishoudens in de problemen komen. Dat zou de gezondheid van banken negatief beïnvloeden.

*Nederlandse financiële instellingen zijn niet immuun voor de sterke daling van de prijzen van vastgoed en toenemend aantal wanbetalingen en faillissementen bij bedrijven.* De situatie op de markt voor commercieel vastgoed kwam uitgebreider aan de orde in onze risicorapportage van vorig jaar en blijft een bron van zorg.<sup>9</sup> De waardedaling van onroerend goed speelde een centrale rol bij de problemen van SNS, dat op 1 februari 2013 werd genationaliseerd. Het is onduidelijk in welke mate banken hebben afgeschreven op hun vastgoedportfolio's. Ook het aantal faillissementen onder bedrijven loopt op. Het percentage leningen bij banken met een achterstand van betalingen is weliswaar nog steeds relatief laag, maar is in 2012 wel toegenomen. Dit toenemende kredietrisico betekent dat banken grotere voorzieningen moeten treffen, wat ten koste gaat van de opbouw van het eigen vermogen.

---

<sup>4</sup> Zie [het voorstel van de Labour Relations Commission](#) met betrekking tot de hervormingen in de publieke sector. Op dit moment vinden er nog steeds gesprekken plaats tussen de vakbonden en de Ierse overheid.

<sup>5</sup> Zie M. Bijlsma en G. Zwart, [The changing financial landscape in Europe, United States and Japan](#), Bruegel WP, 2013.

<sup>6</sup> Zie [Risicorapportage 2012](#) en [Miljoenennota 2013](#). Het bedrag van de door overheid verstrekte garanties op kredieten is toegenomen in 2012 ten opzichte van het jaar ervoor. Terwijl de garanties aan de financiële sector voor interbancaire leningen langzaam afgebouwd wordt, zijn de garanties met betrekking tot de noodfondsen met ruim 35 mld toegenomen met de totstandkoming van het ESM. Naast deze garanties zijn er nog de depositogaranties, die officieel voor rekening van de financiële sector zelf komen. 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.

<sup>7</sup> Zie het [Financieel Jaarverslag van Rijk 2012](#).

<sup>8</sup> Zie CPB notitie [De Nederlandse woningmarkt - hypotheekrente, huizenprijzen en consumptie](#).

<sup>9</sup> Zie ook het [Overzicht Financiële Stabiliteit voorjaar 2013](#) van DNB.

*Verlaging van de hefboom door Nederlandse banken houdt kredietverlening aan huishoudens en bedrijven onder druk.* Ondanks hun hoge risicogewogen kapitaalratio hebben Nederlandse banken tegelijkertijd internationaal gezien nog steeds een relatief hoge hefboom (verhouding vreemd vermogen en eigen vermogen).<sup>10</sup> Verlaging van deze hefboom is van belang om aan de toekomstige Basel III-regels te voldoen en het vertrouwen van de markt te versterken. Tegelijkertijd kan afbouw van die hefboom tot kredietrantsoenering leiden als dat door balansverkorting gebeurt.<sup>11</sup> Dat zorgt voor rantsoenering van kredietverlening aan huishoudens en bedrijven.<sup>12</sup> Uitgifte van nieuw aandelenkapitaal, zoals sommige Europese banken momenteel doen, is een aanzienlijk betere manier om de hefboom te verlagen.

*Nederlandse banken hebben relatief veel wholesale financiering, wat ze gevoeliger maakt voor liquiditeitsrisico's.* Die afhankelijkheid van wholesale-financiering wordt mede veroorzaakt doordat de Nederlandse bancaire sector groot is ten opzichte van het bbp, terwijl de hoeveelheid spaargeld van Nederlandse consumenten vergelijkbaar is met die in andere Europese landen. De omvang van de Nederlandse bancaire sector hangt grotendeels samen met de grote hoeveelheid buitenlandse bezittingen. Daarnaast hebben Nederlandse banken relatief veel hypothecaire leningen op hun balans. De markten schatten de risico's van Nederlandse banken overigens niet hoger in dan die van vergelijkbare buitenlandse banken. De prijs voor marktfinanciering is voor Nederlandse banken nog altijd laag, zowel historisch als in internationaal perspectief.<sup>13</sup> Dat komt mogelijk door de impliciete garanties van de overheid. Het liquiditeitsrisico ligt in dat geval bij de overheid.

*Er dreigt beperkte concurrentie in markten voor bancaire dienstverlening zoals hypotheekmarkten en kredietverlening aan het midden- en kleinbedrijf.* Om hun hefboom af te bouwen, verstrekken sommige Nederlandse banken mogelijk minder leningen, terwijl buitenlandse aanbieders zich hebben teruggetrokken van de Nederlandse markt.<sup>14</sup> Bij dit laatste kan druk van buitenlandse toezichthouders om activa en passiva op lokaal nationaal niveau te matchen, een rol spelen. Deze ontwikkelingen kunnen leiden tot afgenomen concurrentie met als gevolg hogere tarieven voor consumenten en bedrijven. Een hogere rente zorgt voor een grotere daling van huizenprijzen en remt investeringen door bedrijven.

*Tot slot zijn er ook buiten Europa risico's.* In China is kredietverlening sinds eind 2009 sterk toegenomen om de economische groei te stimuleren.<sup>15</sup> Als de economische groei in China blijft vertragen, zal een stijging van het aantal slechte leningen een risico vormen voor de bancaire sector in China en daarmee voor de gehele Chinese economie. Japan kampt al 15 jaar met deflatie en een achterblijvende economische groei. De overheidsschuld is op dit moment met ruim 230% van het bbp de hoogste van alle OESO-landen.<sup>16</sup> De economische situatie van het

---

<sup>10</sup> Zie hierover ook figuur 6 in [Risicorapportage 2012](#).

<sup>11</sup> De groei van de kredietverlening aan het bedrijfsleven is sinds eind 2009 gedaald. De afname van de groei komt door een combinatie van minder kredietvraag en aanscherping van de kredietvoorwaarden. Van der Veer schat dat aanscherping van de voorwaarden de jaarlijkse zakelijke kredietgroei in Nederland sinds medio 2009 met 1 tot 3%-punt heeft gedrukt. Zie K. van der Veer, 2013, Banken beperken zakelijke kredietverlening, *ESB*, 98 (4651), blz. 10-12.

<sup>12</sup> Banken scherpen bijvoorbeeld hun leenvoorwaarden aan, zie [DNBulletin van 22 mei 2013](#).

<sup>13</sup> Zie CPB notitie [De Nederlandse woningmarkt - hypotheekrente, huizenprijzen en consumptie](#).

<sup>14</sup> Zie de recente studie van de Autoriteit Consument & Markt, [Concurrentie op de hypotheekmarkt - Een update van de margeontwikkelingen sinds begin 2011](#).

<sup>15</sup> Zie [deze analyse](#) van kredietbeoordelaar Fitch.

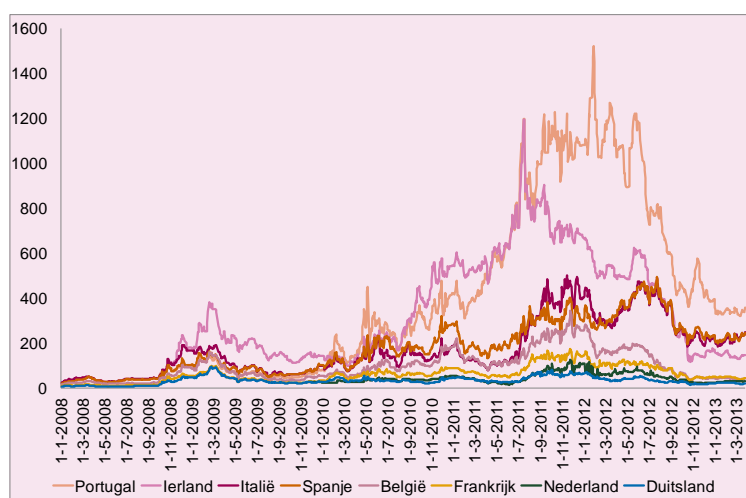
<sup>16</sup> Zie [European Economic Forecast Winter 2013](#) van de Europese Commissie, p.100.

land is verder verslechterd doordat de export te lijden heeft onder de aanhoudende economische crises in Europa en de VS en de vertragende Chinese economie. Het land heeft recent zijn monetaire beleid versoepeld om de economie te stimuleren en een eind te maken aan de deflatie. Ook in de VS bestaan risico's vanwege de toenemende overheidsschuld en het onvermogen van de overheid om dit probleem te aan te pakken. Tot slot brengt het ruime monetaire beleid dat de centrale banken noodgedwongen voeren, ook risico's met zich mee omdat het tot nieuwe luchtballen kan leiden wanneer het niet op tijd wordt aangepast.

## 2 De Europese schuldencrisis

Sinds de zomer van 2012 zijn er belangrijke beleidsbeslissingen genomen die hebben bijgedragen aan het lichte herstel van het marktvertrouwen in de eurozone. Door de aankondigingen van de ECB op 6 september 2012 over steunaankopen op de secundaire staatsobligatiemarkt via het Outright Monetary Transactions (OMT) programma zijn de risicopremies op overheidsobligaties sterk afgenomen, zie figuur 2.1. De Spaanse overheid slaagde er tijdens de laatste veiling in april van dit jaar in de financieringskosten van 10-jaars staatsleningen omlaag te brengen van 4,9% bij de laatste veiling in maart naar 4,6%, terwijl ook de 3-maands, 9-maands en 5-jaars rente daalde.<sup>17</sup>

**Figuur 2.1 Risicopremies (CDS-spreads) overheidsobligaties EU**



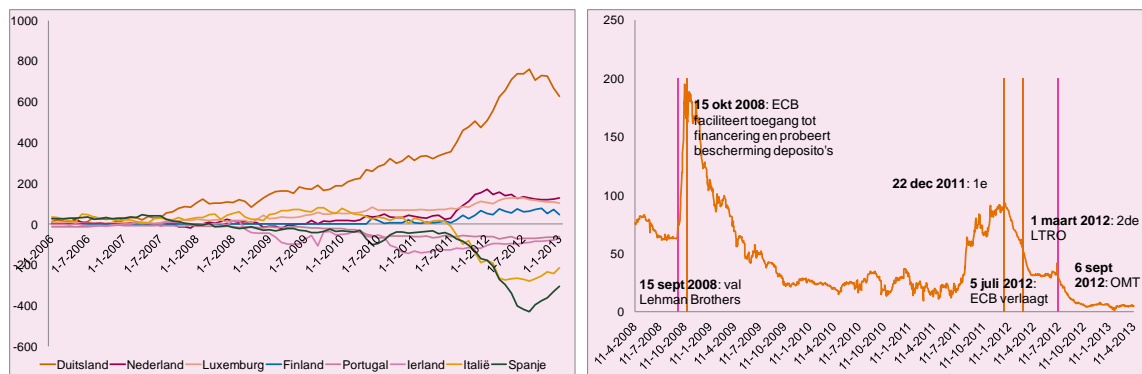
Bron: Thomson Reuters.

Ook de segmentatie van de Europese interbancaire financieringsmarkt, weerspiegeld in de vorderingen en verplichtingen die tot stand komen via het TARGET2 systeem, laat verbetering zien. TARGET2 maakt directe overboekingen tussen banken binnen de eurozone mogelijk. TARGET2 saldi zijn boekhoudkundige vorderingen en schulden van centrale banken in het eurogebied ten opzichte van de ECB uit hoofde van het TARGET2-betalingssysteem. De TARGET2 saldi zijn weliswaar groot, maar nemen sinds 1 juli 2012 af, zo laat figuur 2.2 zien. Ook dit illustreert een licht herstel in het vertrouwen in perifere landen. Ook de spread tussen LIBOR en de Overnight Indexed Swap rate bevindt zich sinds oktober 2012 op het laagste

<sup>17</sup> Zie [de resultaten](#) van de veiling op 18 april 2013.

niveau sinds begin 2008, wat betekent dat het onderlinge vertrouwen tussen banken is toegenomen.

**Figuur 2.2 TARGET2-saldi en LIBOR-OIS spreads, in basispunten (rechts)**



Bron: Datastream, [ECB tijdslijn](#), berekeningen CPB.

Beleidsbeslissingen met betrekking tot toezicht op de bankensector, de introductie van een macro-economische onevenwichtigheidsprocedure en de invoering van nieuwe Europese begrotingsregels hebben mogelijk bijgedragen aan de verdere afname van financiële stress. Op het vlak van begrotingsregels is een reeks aan maatregelen genomen: het six-pack, two-pack, Europese semester en de Treaty on Stability, Coordination and Governance, (TSCG) ook wel de Fiscal Compact (zie onderstaande tekstbox). Daarbij is meer nadruk op ex-ante begrotingsdiscipline komen te liggen. Daarbij specificeert het TSCG een ‘balanced budget rule’ en een automatisch correctiemechanisme. De lidstaten zijn verplicht de eisen uit dit verdrag op te nemen in hun nationale wetgeving voor 1 januari 2014. Tekenend is ook dat de loonkosten in landen als Spanje of Portugal dalen ten opzichte van die in Duitsland<sup>18</sup> en de onbalans in Spanje af neemt, terwijl de bail-in van obligatiehouders in Cyprus niet tot de door sommigen gevreesde kapitaal- en depositovlucht uit de overige perifere landen heeft geleid.

Op het vlak van banktoezicht nemen Europese politici met de plannen tot het vormen van een bankenunie eerste stappen om de achterliggende oorzaken van de eurocrisis aan te pakken.<sup>19</sup> De bankenunie bestaat uit Europees toezicht op banken, een Europees resolutiemechanisme, inclusief een Europese resolutieautoriteit, en een Europees depositogarantiestelsel. De eerste twee componenten zijn op korte termijn de belangrijkste. Er is een akkoord over een tweetal verordeningen waarmee de ECB prudentiële toezichttaken krijgt en de bestaande verordening voor de Europese Banken Autoriteit (EBA) wordt aangepast. Het Europees Parlement moet formeel nog stemmen over de verordeningen.

<sup>18</sup> Terwijl de kosten per eenheid arbeid in Duitsland eind 2012 met 2,9% waren toegenomen ten opzichte van het jaar daarvoor, daalden ze in Spanje met 3,4% (zie [Eurostat](#)). Zie figuur II.9.I in [deze publicatie](#) van de Europese Commissie voor een weergave van de netto externe positie van Spanje.

<sup>19</sup> De verantwoordelijkheid voor het toezicht op het bankwezen komt daarmee op Europees niveau. De grote Europese banken (banken met een balanstotaal van meer dan 30 mld euro of groter dan een vijfde deel van de nationale economie), of ten minste de drie grootste banken van een land wanneer geen van de banken aan deze condities voldoet, komen onder direct toezicht van de ECB, terwijl de kleinere banken onder de bestaande, nationale, toezichthouder blijven vallen.



## Nieuwe Europese begrotingsregels

Het six-pack trad op 13 december 2011 in werking. Het bestaat uit twee wijzigingsverordeningen, drie nieuwe verordeningen en één nieuwe richtlijn. De wijzigingsverordeningen passen de bestaande verordeningen van het stabiliteits- en groeipact aan. De nieuwe verordeningen voorzien in sancties voor eurolanden die zich niet aan de regels van het stabiliteits- en groeipact houden, creëren een nieuwe procedure om macro-economische onevenwichtigheden te adresseren en specificeren minimumeisen voor de begrotingskaders van de EU-lidstaten.

Als aanvulling op het six-pack is op 22 februari 2013 een akkoord bereikt over het two-pack, waarmee de bevoegdheden van de EC met betrekking tot de begroting van de lidstaten vergroot worden. Het two-pack bestaat uit 2 verordeningen. Met de eerste verordening worden de controlemogelijkheden van de EC op de nationale begrotingen uitgebreid en de begrotingsdiscipline bevorderd. De tweede verordening betreft bepalingen over verdergaand toezicht op lidstaten die in financiële moeilijkheden verkeren. Het two-pack is een preventief instrument in plaats van een correctief instrument. Als onderdeel van een gezamenlijke budgettaire planning moeten EMU-landen hun budgetten voor het volgende jaar voor 15 oktober bij de EC aanleveren, tezamen met onafhankelijke macro-economische voorspellingen die de basis vormen van de plannen. Aan de hand van het Europese Semester, de jaarlijks terugkerende procedure waarbij de Europese Commissie een analyse maakt van de hervormingsprogramma's van de lidstaten, worden lidstaten al in vroege stadia van hun beleidsplanning voorzien van adviezen.

Op 2 maart 2012 hebben 25 lidstaten van de EU (met uitzondering van het VK en Tsjechië) een begrotingspact getekend (de Treaty on Stability, Coordination and Governance (TSCG), bekend als de Fiscal Compact). Het verdrag trad in januari 2013 in werking en heeft als doel om de fiscale discipline in het eurogebied te versterken door middel van een 'balanced budget rule' (budgetevenwicht) en een automatisch correctiemechanisme. Het nieuwe verdrag vereist dat de structurele overheidstekorten niet groter mogen zijn dan 0,5% van het bbp. Het tempo van de aanpassingen sluit aan bij bestaande afspraken uit de preventieve arm van het stabiliteits- en groeipact. Als de overheidsschulden significant kleiner zijn dan 60% van het bbp geldt een bovengrens van 1% van het bbp. Afwijking op de korte termijn is toegestaan in bepaalde omstandigheden zoals sterke economische achteruitgang. Indien een lidstaat afwijkt van de budgetregels zal deze de afwijkingen moeten corrigeren gedurende een bepaalde periode. De lidstaten hebben tot 1 januari 2014 de tijd om de eisen uit het verdrag in hun nationale wetgeving op te nemen. Slagen ze hier niet in, dan kan het Europese Hof van Justitie een boete opleggen, oplopend tot 0,1% van het bbp.

Hiermee komt meer dan 80% van alle bankbezittingen onder direct Europees toezicht.<sup>20</sup> Het SSM zal bestaan uit de ECB en de nationale toezichthoudende autoriteiten. De oprichting maakt toezicht minder vatbaar voor nationale of sectorale belangen en is een noodzakelijke voorwaarde voor het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) om, waar nodig, direct bij te dragen aan de herkapitalisatie van noodlijdende banken, in plaats van via de desbetreffende nationale overheid.<sup>21</sup>

Over andere componenten bestaat echter nog geen overeenstemming. Een onvolledige bankenunie vormt een risico omdat de vicieuze cirkel tussen overheidsschulden en bankrisico's dan niet wordt doorbroken. Een Europese resolutieautoriteit is wenselijk omdat

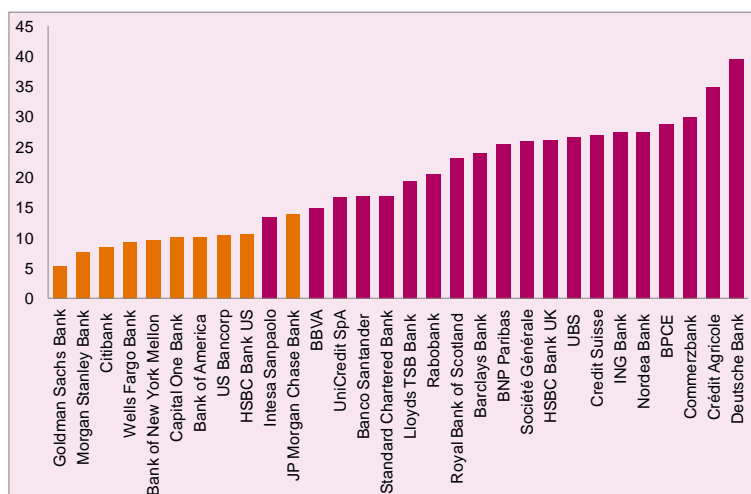
<sup>20</sup> Zie [deze speech](#) van Benoît Cœuré op 7 februari 2013.

<sup>21</sup> Over de mogelijkheid tot directe herkapitalisatie is nog geen akkoord bereikt.

individuele landen te weinig rekening houden met grensoverschrijdende effecten van resolutie (de afwikkeling van probleembanken) en teveel hechten aan nationale kampioenen. Daardoor ontstaat spanning tussen besluiten van de Europese toezichthouder en nationale resolutieautoriteiten die de gevolgen daarvan voor hun rekening moeten nemen. Hierbij is van belang dat een duidelijke senioriteit van claims vaststaat, zoals dat ook het geval is met de Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act ([FDICIA](#)) in de VS.<sup>22</sup> In juni 2012 is de Europese Commissie gekomen met een ontwerp-raamwerk van herstel-, en resolutieplannen en bail-in-bevoegdheden.<sup>23</sup> Een Europese achtervang leidt tot risicodeling waarbij landen met een gezonde financiële sector betalen voor landen met een zwakkere financiële sector.

De kwetsbare financiële sector blijft in sommige landen een risico vormen voor de financiële stabiliteit binnen de EU. Er bestaat aanzienlijke heterogeniteit in de hefboom (de verhouding eigen vermogen ten opzichte van vreemd vermogen) van Europese banken. Daarbij ligt die hefboom bij grote Europese banken veel hoger dan bij grote Amerikaanse banken. Europese banken zijn dus minder goed gekapitaliseerd.

**Figuur 2.3 De hefboom van de grootste Europese en Amerikaanse banken in 2011**



Bron: Jaarverslagen.

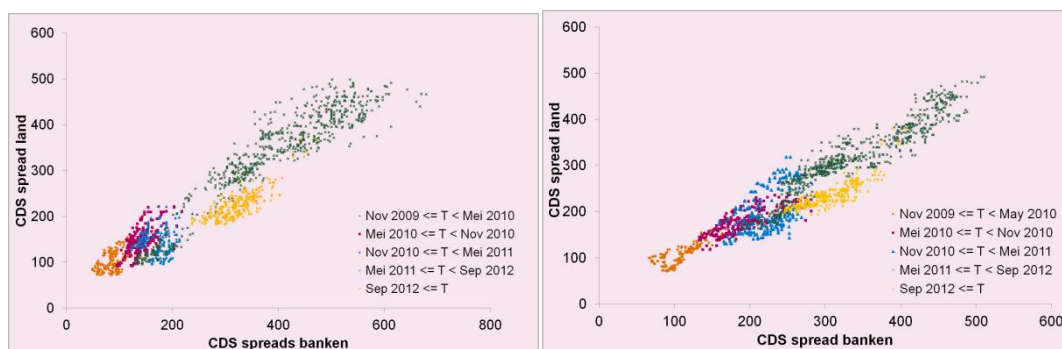
Figuur 2.4 geeft de correlatie weer van de CDS-spreads van de twee grootste banken in Spanje en Italië met de CDS-spreads van de overheid voor verschillende periodes.<sup>24</sup> Beide spreads liggen weliswaar op een aanzienlijk lager niveau sinds de aankondiging van OMT in augustus 2012, maar de sterke correlatie tussen de risicopremie voor overheden en die van de twee grootste banken in een land is nog altijd aanwezig. De band tussen de gezondheid van landen en die van banken is dus nog niet doorbroken.

<sup>22</sup> Zie CPB Policy brief 2011/04 - [een bindend raamwerk voor bancaire toezicht](#).

<sup>23</sup> Zie [dit voorstel](#) van het Europese parlement en de Europese Raad. De bail-in-maatregel geeft resolutieautoriteiten de mogelijkheid om vorderingen van onverzekerde crediteuren van een falende instelling af te schrijven en de schuldvorderingen om te zetten in eigen vermogen. Naar verwachting zal het bail-in-raamwerk voor 1 januari 2018 in werking treden.

<sup>24</sup> De ijkpunten zijn bekendmaking van de steunmaatregelen voor Griekenland in mei 2010, aanpassing van het steunpakket aan Griekenland in november 2010, bekendmaking van het steunmaatregelen voor Portugal in mei 2011, en bekendmaking van de technische specificatie van het OMT in september 2012.

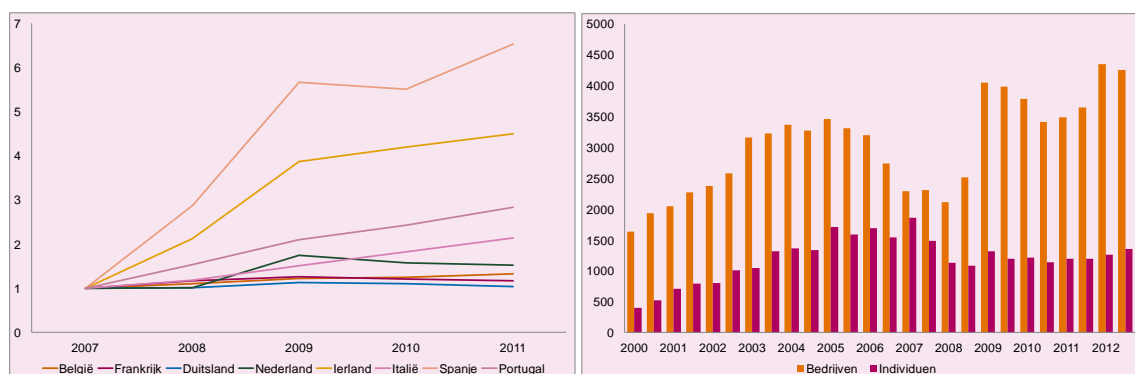
**Figuur 2.4 Lagere correlatie in CDS spreads tussen banken en landen, Spanje (LHS) en Italië (RHS)**<sup>25</sup>



Bron: Datastream.

Ook het aandeel bedrijfsfaillissementen nam tussen 2007 en 2011 toe in veel Europese landen.<sup>26</sup> Zoals onderstaande figuur 2.5 laat zien, viel de toename in Nederland relatief gezien nog mee, maar lag deze wel hoger dan in Duitsland, België en Frankrijk. Een toename van het aantal faillissementen vormt een risico voor de balans van Europese banken.

**Figuur 2.5 Ontwikkeling van aantal faillissementen in geselecteerde EMU-landen tot 2011 (links, 2007 = 1). Aantal faillissementen in Nederland (rechts).**



Bron: Tabel 1 in Rapport [Insolvencies in Europe 2011/2012](#), CBS.

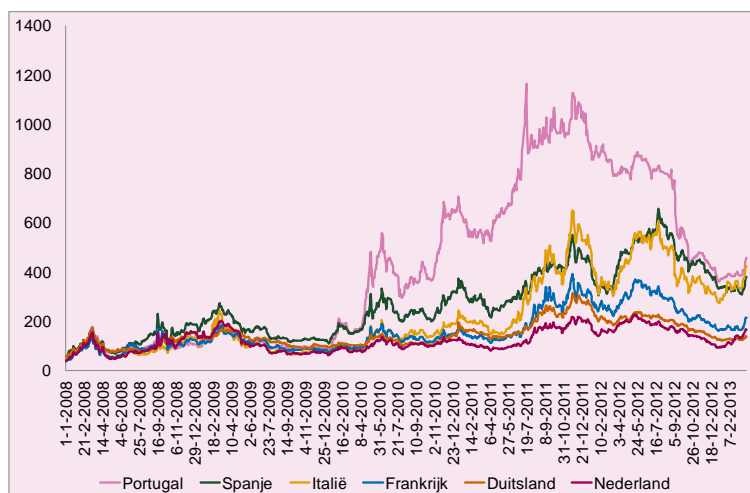
Het beleid van volledige toewijzing van de ECB heeft geleid tot een overschot aan liquiditeit bij banken op geaggregeerd niveau en tot afnemende financieringskosten. Terwijl de financieringscondities voor veel banken zijn verbeterd en de stromen van deposito's zijn gestabiliseerd, blijven de verschillen tussen de landen echter groot, zoals figuur 2.6, dat de naar omvang van de bankbalans gewogen gemiddelde CDS-spreads laat zien, blijkt. De CDS-spreads van de Nederlandse bancaire sector zijn bijvoorbeeld nog altijd laag vergeleken met de spreads in andere Europese landen. In het bijzonder blijven de financieringskosten voor banken in perifere landen relatief hoog.

Het risico van aanhoudende hoge financieringskosten en toenemende afschrijvingen voor banken in kwetsbare landen is dat deze gedwongen worden hun schuldposities af te bouwen, met verliezen op belangrijke winstgevendende activa en een beperking van de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens tot gevolg.

<sup>25</sup> Het betreft CDS-spreads voor de twee grootste banken van elk land.

<sup>26</sup> Zie hiervoor de publicatie [Insolvencies in Europe 2011/2012](#).

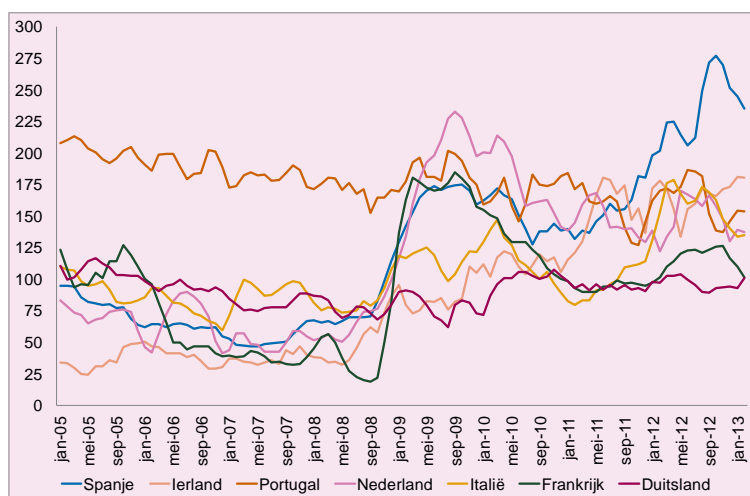
**Figuur 2.6 Gemiddelde CDS-spreads banken per land<sup>27</sup>**



Bron: Thomson Reuters, berekeningen CPB.

Onderstaande figuur 2.7 geeft weer dat het gat in financieringskosten tussen kleinere bedrijven en grote bedrijven nog niet terug is op het niveau van voor de crisis. Het verschil in financieringskosten weerspiegelt de slechtere voorwaarden voor kleine bedrijven, met name in perifere landen. Ook zijn dat kleinere bedrijven die voor financiering afhankelijker zijn van banken en die te maken hebben met krappere kredietvoorwaarden dan grotere bedrijven, die toegang hebben tot internationale financiële markten. Wat opvalt, is dat het verschil in Nederland groter is dan in landen als Duitsland en Frankrijk. In de periode begin 2009 tot halverwege 2010 lag het zelfs hoger dan in Spanje. Verminderde concurrentie en een versnelde afbouw van de hefboom door Nederlandse banken zouden hierbij een rol kunnen spelen.

**Figuur 2.7 Verschillen in bankfinancieringskosten (in basispunten) grote en kleine bedrijven.**

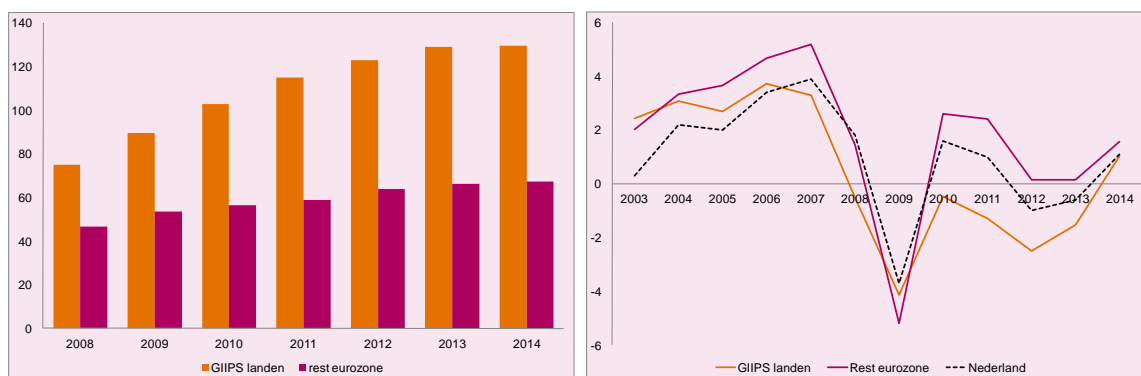


Bron: [ECB](#), berekeningen CPB.

<sup>27</sup> Gewogen op basis van activa.

De combinatie van hoge en verder toenemende overheidsschulden, de zwakke en soms tegenvallende economische groei (zie figuur 2.8) en in een vertraagde toepassing structurele hervormingen vormen een risico dat kan leiden tot nieuwe problemen bij individuele landen waardoor de schulden crisis opnieuw opblaait.

**Figuur 2.8** Vergelijking overheidsschulden als percentage van het bbp (links) en economische groei (rechts) tussen GIIPS landen, Nederland en rest eurozone.



Bron: [Eurostat](#), tabel 2 in [European Economic Forecast Winter 2013](#).

Op 25 maart bereikten de ministers van Financiën een akkoord over een steunprogramma voor Cyprus, het vierde in het eurogebied. Door de afgesproken herstructurering van de twee grootste banken van het land neemt de omvang van de bancaire sector van Cyprus af. Dit zal grote gevolgen hebben voor de Cypriotische economie, die lange tijd afhankelijk is geweest van zijn bancaire sector die een toegevoegde waarde leverde van 9% van het bbp. Het is niet uitgesloten dat het huidige reddingspakket onvoldoende zal blijken. De houdbaarheidsanalyse van de Trojka is gebaseerd op de voorspelling dat de economische groei in het land in 2015 terugkeert.

Portugal staat voor een nieuwe uitdaging nadat het Portugese Grondwettelijk Hof de geplande bezuinigingsmaatregelen (salarisverlagingen in de publieke sector en verlaging van pensioenuitkeringen) afgewezen heeft omdat deze ongrondwettelijk zouden zijn. De bezuinigingen zijn onderdeel van het programma dat overeengekomen is met de Trojka in ruil voor de in 2011 verstrekte noodlening van 78 mld. Portugal zal met een nieuw pakket aan maatregelen moeten komen om het begrotingsgat van 1,3 mld te dichten. Overigens zijn de ministers van de eurozone al overeengekomen de betalingstermijn van de leningen aan Portugal te verlengen.

Spanje heeft al enkele belangrijke hervormingen doorgevoerd. Toch oordeelde de Europese Commissie dat de Spaanse hervormingsagenda nog incompleet is en er aanvullende maatregelen nodig zijn om de hoge overheidsschulden en werkloosheid terug te brengen.<sup>28</sup>

Slovenië heeft te kampen met een bankencrisis. Banken hebben er relatief veel slechte leningen met een omvang van 19% van het bbp<sup>29</sup>. Er is een bad bank opgezet waarin alle slechte leningen van banken ondergebracht worden (zie [OECD Economic Surveys Slovenia](#)). De

<sup>28</sup> Zie de [in-depth review for SPAIN](#) door de Europese Commissie.

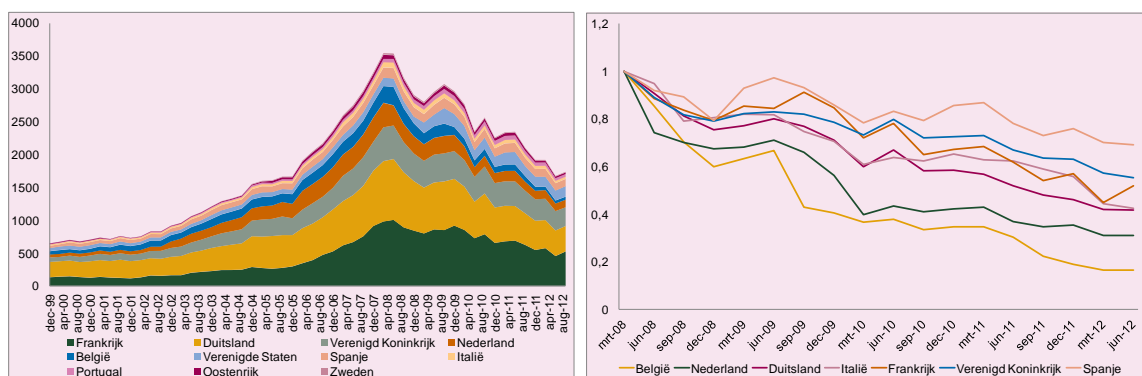
<sup>29</sup> Zie [OECD Economic Surveys Slovenia april 2013](#).

uitdaging voor de Sloveense bankensector is de precieze vormgeving van deze bad bank en de overdracht van slechte bancaire activa. De herkapitalisatie van de bestaande banken moet voortvarend ter hand worden genomen, waarbij alle opties bekeken moeten worden. Een bail-in van obligatiehouders is daarbij niet uitgesloten.

Hoewel de macro-economische onevenwichtigheden in Frankrijk en Italië niet excessief zijn, worden ook zij aangespoord hervormingen door te voeren.<sup>30</sup> Frankrijk heeft te maken met geleidelijk verlies van de concurrentiepositie en een starre arbeidsmarkt. Door de tegenvallende economische groei ziet het er naar uit dat ook Frankrijk de begrotingsnorm van 3% niet gaat halen<sup>31</sup>. De Europese Commissie heeft toegezegd de deadline voor Frankrijk met 2 jaar te verlengen. De nieuwe regering van Italië staat voor de uitdaging om noodzakelijke bezuinigingen en hervormingen voort te zetten. Het tot stilstand komen van hervormingen in deze landen vormt een risico op de middellange termijn.

De afbouw door banken van hun posities in de perifere landen (Spanje, Italië, Portugal, Ierland en Griekenland), zoals gemeten aan de hand van externe bezittingen van BIS-rapporterende banken in die landen, lijkt nog niet tot stilstand gekomen, zie figuur 2.9. Posities vanuit Nederland laten een relatief grote daling zien. Teruglopende buitenlandse investeringen zorgen voor een verdere daling van de economische groei in de deze landen.

**Figuur 2.9 Bezittingen van banken in perifere landen naar oorsprong (links, mld euro) en ontwikkeling positie (rechts)**



Bron: Tabel 9 in [BIS](#), berekeningen CPB.

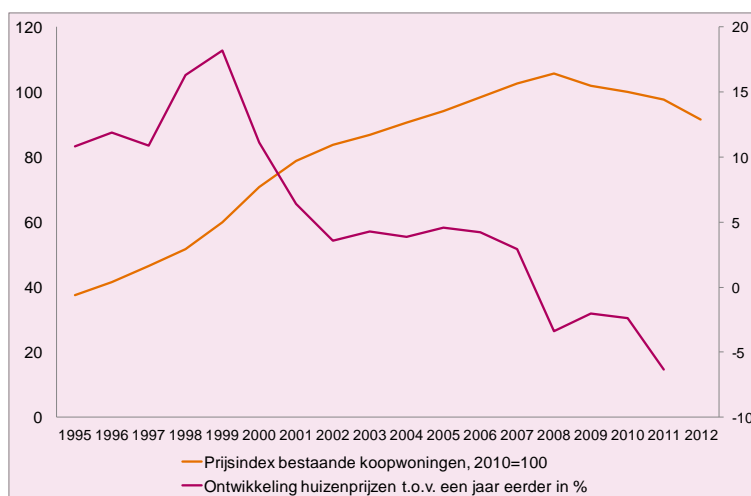
<sup>30</sup> Zie de rapporten [Macro-economic imbalances - France](#), [Macro-economic imbalances- Italy](#) en [Results of in-depth reviews under Regulation \(EU\) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances](#) van de Europese Commissie.

<sup>31</sup> Zie ook [European Economic Forecast Winter 2013](#).

### 3 Huizenprijzen, consumentenschuld, en werkloosheid

De waarde van huizen is sinds de financiële crisis in 2008 gedaald met 2,0% in 2010, 2,3% in 2011 en 5,9% in 2012, een sterkere daling dan gemiddeld in de EU. Figuur 3.1 laat deze waardedaling zien.

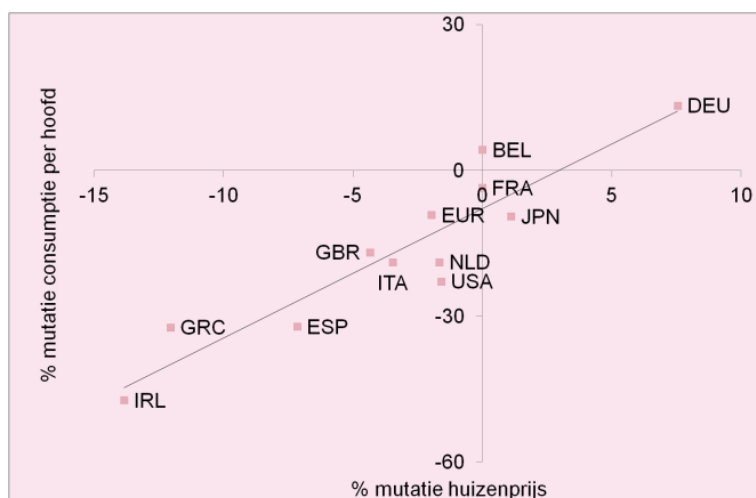
**Figuur 3.1** Ontwikkeling huizenprijzen vanaf 1995



Bron: [CBS](#).

Dalende huizenprijzen creëren op verschillende manieren risico's voor de Nederlandse economie. Ten eerste zorgen dalende huizenprijzen voor afnemende consumptie en dus lagere economische groei, omdat huiseigenaren hun schulden proberen af te bouwen. Volgens de vermogenstheoretische benadering van de consumptie, de *permanent income hypothesis*, wordt consumptie bepaald op basis van verwachtingen over hun totale huidige en toekomstige vermogen. Als het vermogen daalt, neemt ook de consumptie af. Huishoudens sparen immers meer om de daling van het huizenvermogen te compenseren. Waardeveranderingen van woningen hebben daardoor op korte en middellange termijn een direct effect op de consumptie. Figuur 3.2 laat de correlatie zien tussen de daling van reële huizenprijzen en de consumptie per hoofd van de bevolking voor verschillende landen.

**Figuur 3.2 Verband tussen huizenprijzen en consumptie**



Bron: OESO, CPB berekeningen.

Naar het (vermogens-)effect van huizenprijzen op de consumptie is sinds de eeuwwisseling veel onderzoek gedaan. Uit cross-country-vergelijkingen en onderzoek op basis van microdata blijkt een positief verband tussen huizenvermogen en consumptie. Het IMF (2012) concludeert op basis van een cross-country-analyse dat een inzakkende huizenmarkt, voorafgegaan door een sterke groei van consumentenschulden, gepaard ging met een heviger en langer durende afname van de consumptie in een land.<sup>32</sup> Op basis van microdata voor de VS blijkt dat huizenbezitters met hoge schulden te maken hadden met een grotere afname in consumptie tussen 2007 en 2009 dan andere huizenbezitters en dat dit effect groter is dan verwacht zou worden op basis van inkomenseffecten.<sup>33</sup>

De consumentenschulden zijn in Nederland relatief hoog (250% van het totale besteedbare inkomen in 2011 en 111% van het bbp in 2011) en bestaan vooral uit hypotheekschuld, terwijl de toename sinds midden jaren negentig in Nederland sneller verliep dan in bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk, Spanje en Frankrijk. Figuur 3.3 laat de ontwikkeling van de totale hypotheekschulden als percentage van het bbp en de totale consumentenschulden als percentage van het besteedbare inkomen zien. De sterke groei werd gedreven door een combinatie van factoren. Nieuwe hypotheekvormen waarbij pas aan het eind van de looptijd afgelost hoeft te worden, maakten het mogelijk de renteaftrek optimaal te benutten. Hypotheken werden verstrekt op basis van twee inkomens. Hierdoor konden huishoudens zich hogere hypotheek en dus duurder huizen veroorloven. Tegelijkertijd beweegt het aanbod van woningen slechts beperkt mee met de vraag (en is dus inelastisch). Het gevolg was een opwaartse druk op de woningprijzen en stijgende hypotheekschulden.<sup>34</sup>

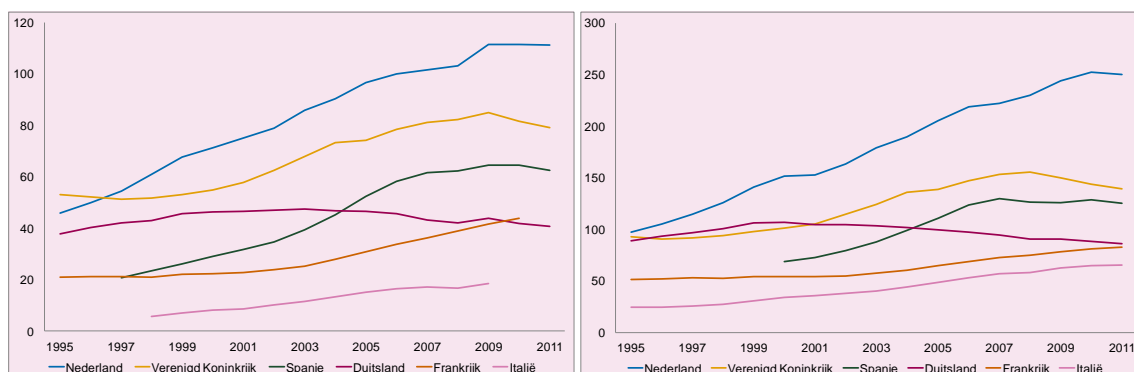
<sup>32</sup> Zie IMF (2012). "Dealing with Household Debt", World Economic Outlook 2012.

<sup>33</sup> Zie Dynan, K. (2012). "Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?", Brookings Working Paper.

<sup>34</sup> Sinds 2011 is er een terugloop zichtbaar in de groei van hypotheekverlening. De stagnerende huizenmarkt heeft bijgedragen aan een afnemende vraag naar hypotheekleningen en aanscherping van de hypotheekvoorwaarden.



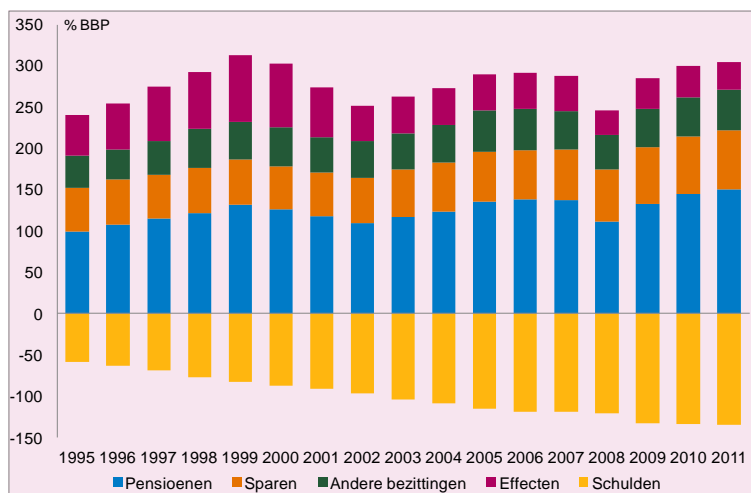
**Figuur 3.3** Ontwikkeling hypotheekschulden als percentage van het bbp (links) en totale schulden als percentage van het beschikbare inkomen (rechts)



Bron: OESO, [Eurostat](#).

Op geaggregeerd niveau staan tegenover de schulden van Nederlandse huishoudens aanzienlijke bezittingen, zoals huizenvermogen, pensioenreserves, spaargeld en beleggingen, zie figuur 3.4.<sup>35</sup> Daarbij hebben huishoudens ook vermogen in aan hypotheek gekoppelde spaarverzekeringen.<sup>36</sup> Deze bezittingen bestaan echter voor een aanzienlijk deel uit huizen- en pensioenvermogen die op korte termijn niet liquide te maken zijn.

**Figuur 3.4** Bezittingen en schulden in Nederland als percentage van het bbp (exclusief woningbezit)<sup>37</sup>



Bron: [Eurostat](#), [CPB](#).

Een tweede risico is dat dalende huizenprijzen ertoe hebben geleid dat een aanzienlijk deel van de huishoudens te maken heeft met een hypotheekschuld die hoger is dan de waarde van het huis, of in andere woorden, een huis dat onder water staat. Vooral jonge huishoudens die in de afgelopen tien jaar een huis kochten, hebben hoge loan-to-value (LTV) ratio's en loan-to-

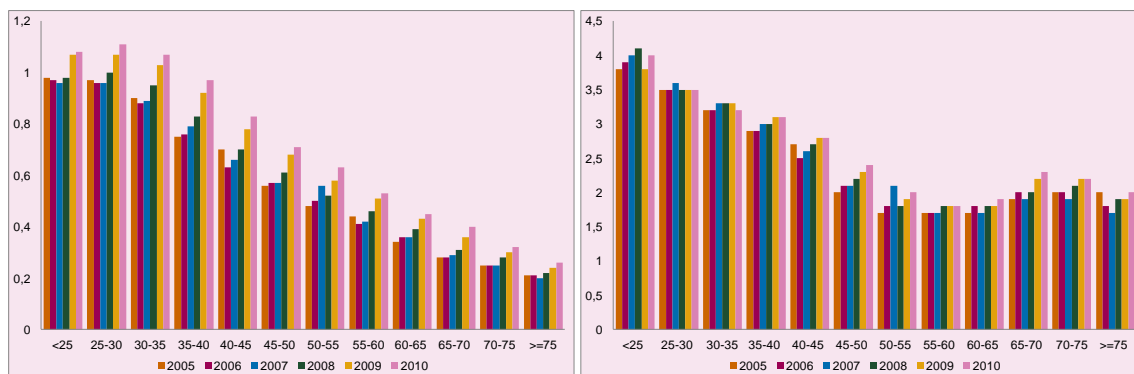
<sup>35</sup> Als de schulden van Nederlandse huishoudens met de bezittingen gesaldeerd worden, resulteert voor 2010 zelfs een positief netto vermogen [vier keer het bbp](#).

<sup>36</sup> De precieze omvang van dit bedrag is onbekend, maar ligt waarschijnlijk ergens rond de 30 mld euro.

<sup>37</sup> Overige bezittingen bestaan uit monetair goud en bijzondere trekkingsrechten, effecten met uitzondering van aandelen, leningen, levensverzekeringsreserves en over-age vorderingen/schulden.

income (LTI) ratio's (zie figuur 3.5).<sup>38</sup> Dat geldt ook voor hoogopgeleiden en ongehuwd samenwonenden, terwijl in de grote steden het percentage gezinnen dat onder water staat groter is dan daarbuiten.

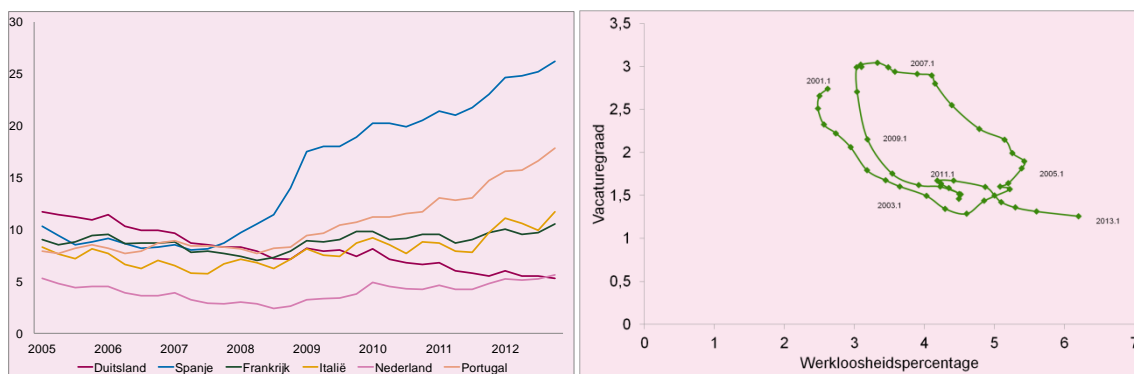
**Figuur 3.5 LTV ratio (links) en LTI ratio (rechts) per leeftijdsklasse**



Bron: [CBS](#).

Doordat huishoudens onder water staan, zullen bewoners minder snel verhuizen. Ze blijven immers achter met een restschuld. Rentebetalingen op die restschuld zijn slechts deels van de belasting aftrekbaar.<sup>39</sup> De huizenmarkt komt daardoor nog moeilijker op gang. Daarbij kan voortdurend hoge werkloosheid ertoe leiden dat huishoudens die onder water staan in betalingsproblemen komen, waardoor uiteindelijk herstructurering van schulden (schuldsanering) moet plaatsvinden. Vooral de combinatie van dalende huizenprijzen en verlies van betaalcapaciteit door werkloosheid of scheiding leidt tot een verhoogd risico op wanbetaling en gedwongen verkoop. Naarmate herstel op de arbeidsmarkt langer op zich laat wachten, neemt dit risico toe. Uit figuur 3.6 blijkt dat de werkloosheid in Nederland toeneemt, terwijl de vacaturegraad afneemt. De arbeidsvraag is dus laag, omdat bedrijven er slecht voorstaan, waardoor arbeidsmarktvooruitzichten voor baanzoekenden slecht zijn.

**Figuur 3.6 Werkloosheidspercentage vanaf 2005 (links) en ontwikkeling werkloosheid versus vacaturegraad (rechts)**



Bron: [Eurostat](#), CPB

<sup>38</sup> Dit is exclusief vermogen in kapitaalverzekering, waarover we geen gegevens hebben. Dat is voor deze groep waarschijnlijk beperkt.

<sup>39</sup> Zie [deze uitleg over restschuld](#) van de belastingdienst.

Herstructurering van consumentenschuld vindt in Nederland niet op grote schaal plaats. De betalingsachterstanden op leningen in Nederland zijn in internationaal perspectief gering (zie cijfers [Eurostat](#)), maar het aantal Nederlanders met betalingsproblemen neemt in Nederland wel toe. Volgens het [Bureau Krediet Registratie](#) waren er in april 2013 81.888 huishoudens (dat is ongeveer 1,6% van het totaal aantal huiseigenaren) met een betalingsachterstand op hun hypotheek van 120 dagen of meer. In 2012 is het aantal huishoudens dat vanwege een gedwongen verkoop van hun huis een beroep gedaan heeft op de Nationale Hypotheek Garantie ([NHG](#)), toegenomen tot 3549. In 2011 waren dit nog 2004 huishoudens. De stijging is grotendeels toe te schrijven aan de aanhoudende daling van de huizenprijzen waardoor veel huishoudens bij de gedwongen verkoop van hun huis met een restschuld achterblijven. Op het totale aantal NHG-garanties (1.045.000 per eind maart 2013) is dit aantal nog relatief beperkt.

Als het risico echter materialiseert en een grote groep consumenten komt daadwerkelijk in betalingsproblemen, dan vindt sanering van schuld niet altijd efficiënt plaats. Huizenbezitters en banken wachten te lang met heronderhandelen over hun hypotheekschuld vanwege zogeheten hold-out-problemen. Huishoudens willen bijvoorbeeld wel verhuizen, maar wachten daarmee omdat ze zo betere voorwaarden voor schuldsanering hopen af te dwingen. Daarbij kan de NHG-garantie ervoor zorgen dat wanbetaling gevolgd door gedwongen verkoop aantrekkelijker is dan vrijwillige verkoop, zowel voor de bank als voor de huizenbezitter.<sup>40</sup> Tot slot kan gedwongen verkoop van een huis onder de marktprijs plaatsvinden (fire sales), wat tot dalende prijzen van huizen in de buurt leidt.<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> Er zijn wel voorwaarden verbonden aan vergoeding van restschuld.

<sup>41</sup> Zie CPB achtergronddocument - [Afbouw van consumentenschuld - welke rol voor de overheid?](#)

## 4 Risico's voor de Nederlandse bancaire sector

De financiële crisis heeft duidelijk gemaakt dat beleidsmakers bereid zijn sommige banken te redden om faillissement te voorkomen. De reden is dat een faillissement van dergelijke “too-big-to-fail” (TBTF) banken onacceptabele economische schade zou veroorzaken. De Nederlandse bancaire sector leunt nog altijd op dergelijke impliciete overheidsgaranties. Figuur 4.1 laat de ontwikkeling van het financieringsvoordeel als percentage van het bbp voor Nederlandse banken zien.

**Figuur 4.1** Financieringsvoordeel Nederlandse banken als percentage van het bbp (2008-juni 2012)<sup>42</sup>



Bron: Bijlsma en Mocking, 2013.

Zonder de garanties zouden Nederlandse banken een aanzienlijk hogere prijs voor hun financiering betalen. Gemiddeld gaat het om tussen de 63 en 87 basispunten. Deze schatting is in lijn met andere empirische resultaten, besproken in onderstaande tekstbox.

De impliciete overheidsgaranties verstoren het level playing field door de financieringskosten van grote banken te verlagen. Ook geven ze prikkels om teveel risico te nemen doordat het opwaartse potentieel bij de bank ligt, maar het neerwaartse risico bij de overheid. Daarbij verlagen de garanties de kosten van financiële diensten, met overconsumptie van deze diensten tot gevolg. Tegelijkertijd kan het onverwachts wegvallen van de impliciete subsidie de gezondheid van banken doen verslechteren. Daarmee vormen deze garanties een risico voor de Nederlandse economie. Ook verstoren ze de toegevoegde waarde van de Nederlandse bancaire sector.

<sup>42</sup> De paarse balk geeft de onzekerheidsmarge weer, de zwarte lijn het gemiddelde.

## De waarde van overheidsgaranties voor banken

Empirisch onderzoek naar de waarde van TBTF-garanties voor banken valt in vier typen in te delen. Het eerste type studies probeert het effect van een veranderende perceptie van de TBTF-status van een bank te identificeren. O'Hara en Shaw (1990) vergelijken aandelenkoersen van elf banken voor en na de aankondiging van de US Comptroller of the Currency in 1984 dat deze elf banken TBTF waren. Ze vinden een extra rendement van 1,3%. Het tweede type studies kijkt naar het effect van fusies en overnames. Penas en Unal (2004) analyseren de gevolgen van aankondigingen van fusies op maandelijkse rendementen op schuldpapier van de kopende en de gekochte bank. Rendementen op schuldpapier van megabanken en kleine banken blijken niet significant hoger te zijn na aankondiging van de fusie, omdat die banken al TBTF zijn of omdat de fusie ze niet TBTF maakt. De hoogste rendementen worden behaald op schuldpapier van gemiddelde banken, die door de fusie TBTF worden. Het derde type studies gebruikt marktprijzen om de verstoring als gevolg van de impliciete overheidsgarantie te identificeren. Gandhi en Lustig (2012) bekijken hoe de grootte van banken van invloed is op bovengemiddelde rendementen op aandelen. De efficiënte markthypothese stelt dat aandeelhouders van TBTF-banken genoeg nemen met een lager, voor risico gecorrigeerd, rendement. De reden is dat aandeelhouders minder risico lopen op TBTF-banken. Voor de grootste commerciële banken in de VS vertaalt zich dat in een gemiddelde besparing van 4,71 mld dollar per bank. Een vierde strategie gebruikt risico-inschattingen door kredietbeoordelaars om de waarde van de impliciete garanties voor banken te bepalen. Bijlsma en Mocking (2013) gebruiken de ratings van Moody's om het financieringsvoordeel van TBTF-banken te schatten. Moody's geeft banken een rating inclusief alle externe steun en een rating exclusief steun. Het verschil tussen de twee ratings, de *rating uplift*, vertaalt zich in een financieringsvoordeel voor TBTF-banken. Het financieringsvoordeel kan worden berekend door de relatie te schatten tussen de rating inclusief steun en de rente waartegen een bank op de markt kan lenen.

Bijlsma, M. en Mocking, R. (2013). "The private value of too-big-to-fail guarantees", CPB Discussion Paper 240.

Gandhi, P. en Lustig, H. (2012). "Size anomalies in U.S. bank stock returns", *Journal of Finance*.

O'Hara, M. en Shaw, W. (1990). "Deposit insurance and wealth effects: the value of being "too big to fail"", *Journal of Finance*, 45 (5).

Penas, Maria Fabiana and Haluk Unal, 2004. "Gains in Bank Mergers: Evidence from the Bond Market", *Journal of Financial Economics*, 74(1), 149-179.

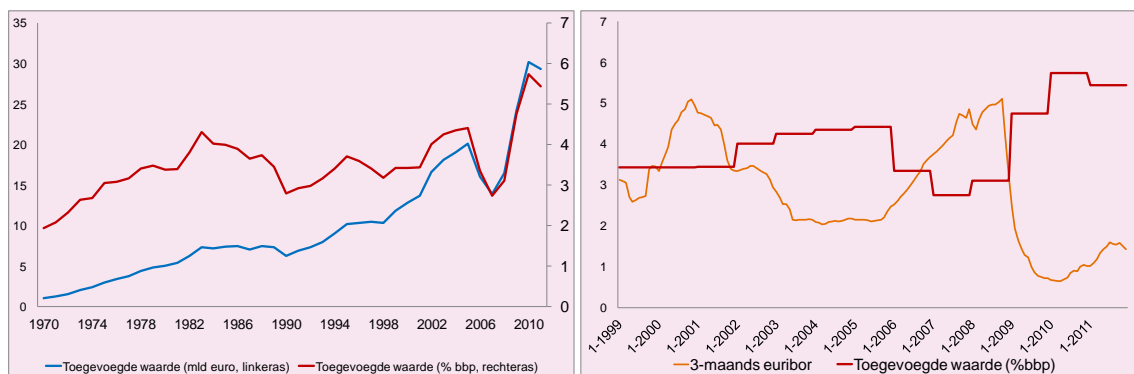
Figuur 4.2 geeft de toegevoegde waarde van de Nederlandse bancaire sector weer op basis van cijfers van het CBS.<sup>43</sup> In 2011 liep de bruto toegevoegde waarde van de Nederlandse bankensector volgens deze cijfers zelfs op tot 6% van het bbp. Zonder impliciete steun van de overheid zou de toegevoegde waarde van banken lager zijn.<sup>44</sup> De toegevoegde waarde hangt daarbij samen met de risicovrije rente. De plotselinge stijging van de toegevoegde waarde van

<sup>43</sup> Er zijn nog andere redenen waarom deze cijfers geen accurate weergave vormen van de toegevoegde waarde van Nederlandse banken. Ten eerste worden de risico's die banken nemen, niet meegenomen in de berekening van de toegevoegde waarde. Een bank met veel risicovolle bezittingen die in verwachting een hoog rendement genereren, heeft volgens de definitie een grote toegevoegde waarde. In feite vormen de hogere opbrengsten enkel een compensatie voor de risico's die de bank neemt. Systeemrisico's vormen een ander voorbeeld van risico's die niet meegenomen worden in de berekening van de toegevoegde waarde. Zie bijvoorbeeld Basu, Inklaar en Wang (2008), The value of risk: Measuring the service output of U.S. commercial banks, Working paper series Federal Reserve Bank of Boston, Nr. 08-4.

<sup>44</sup> Dit heeft te maken met de wijze waarop de toegevoegde waarde van de bancaire sector bepaald wordt. Rente op uitgeleend geld vormt de belangrijkste inkomstenbron voor een bank. In de Nationale rekeningen wordt een speciale berekening gemaakt om een deel van de rente-inkomsten toe te wijzen als productie van de bank, de zogenaamde 'financial intermediation services indirectly measured' (FISIM). FISIM wordt berekend door de rente die de bank werkelijk ontvangt of betaalt, te vergelijken met een referentierente, bijvoorbeeld de interbancaire rente. Dit is een maatstaf voor de marge die een bank maakt. Als de bank geld uitleent aan een bedrijf tegen 4% rente en de interbancaire rente bedraagt 3%, dan wordt het verschil van 1% gezien als productie van de bank. Een daling van de interbancaire rente betekent dan een toename van de FISIM, gegeven dat de bank nog steeds tegen 4% geld kan uitleenen. Een verandering van de interbancaire rente heeft overigens geen gevolgen voor het bbp van een land.

de bancaire sector lijkt dus voor een groot deel verklaard te kunnen worden door de daling van de referentierente.

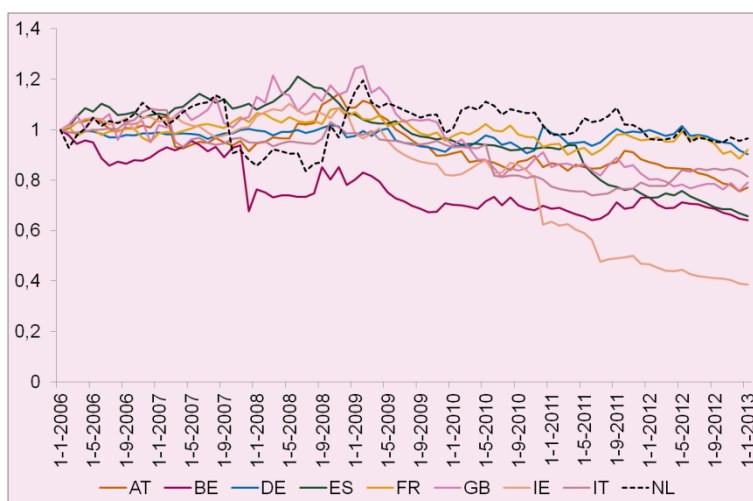
**Figuur 4.2** Toegevoegde waarde Nederlandse bankensector in basisprijzen 1969-2011 (links) en toegevoegde waarde ten opzichte van 3-maands euribor (rechts)



Bron: CBS, OESO.

Afbouwen van de afhankelijkheid van impliciete garanties kan door het eigen vermogen van banken verder te verhogen. Op basis van risicogewogen toezichtkapitaal zijn Nederlandse banken internationaal gezien relatief goed gekapitaliseerd.<sup>45</sup> Op basis van de hefboom van Nederlandse banken (de ongewogen verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen) komt echter een ander beeld naar voren. Zoals we in de CPB-risicorapportage 2012 al beschreven, blijkt de hefboom van Nederlandse banken juist relatief hoog te zijn.<sup>46</sup> In Nederland, maar ook in sommige andere Europese landen zoals Duitsland en Frankrijk, heeft sinds het begin van de financiële crisis in 2006 slechts beperkte afbouw van de hefboom bij banken plaatsgevonden zoals blijkt uit figuur 4.3. Als deze afbouw alsnog op gang komt, kan dit een negatief effect hebben op de groei in deze landen.

**Figuur 4.3** Ontwikkeling hefboom van financiële sectoren in diverse Eurolanden (2006 = 1)



Bron: ECB, CPB berekeningen.

<sup>45</sup> Volgens het [OFS voorjaar 2013](#) steeg de risicogewogen kernkapitaalratio (de zogenaamde Core Tier 1 ratio) van de sector in 2012 van 9,5 procent naar 10,2 procent.

<sup>46</sup> Zie [CPB risicorapportage 2011](#), figuur 6.

De relatief hoge kapitaalratio's van Nederlandse banken zijn dus deels toe te rekenen aan de gunstige risicoweging van de bezittingen. Sommige Europese banken hebben het afgelopen jaar hun vermogenspositie versterkt door nieuw aandelenkapitaal uit te geven. Nederlandse banken zouden dat voorbeeld moeten volgen. Dat is weliswaar onaantrekkelijk voor zittende aandeelhouders omdat een deel van de voordelen van meer eigen vermogen bij schuldeisers en de overheid terecht komt. Voor de samenleving als geheel is het echter wel degelijk welvaartsverhogend.<sup>47</sup> Overigens zag een bank als Deutsche Bank zijn aandelenkoers zelfs stijgen na uitgifte van nieuw aandelenkapitaal. Diverse publicaties van instituties als de BIS en de EBA hebben aangetoond dat risicoweging per land en per bank sterk kunnen verschillen.<sup>48</sup> Nederlandse banken zouden baat hebben bij een betere internationale vergelijkbaarheid van interne ratingmodellen.

De winst van banken staat onder druk omdat deze steeds meer voorzieningen moeten treffen voor verliezen op kredieten, terwijl het aandeel niet-presterende leningen bij banken op een historisch hoog (maar stabiel) niveau ligt en commercieel vastgoed verder in waarde is gedaald. Dit laatste risico blijkt wel uit de meest opvallende gebeurtenis in de Nederlandse bancaire sector dit jaar: de nationalisatie van SNS REAAL op 1 februari 2013 die nodig was om een dreigend faillissement van dochter SNS Bank te voorkomen. De problemen bij SNS Bank kwamen voort uit de vastgoedportefeuille van SNS Property Finance, een dochter van SNS Bank die in de zomer van 2006 was overgenomen van ABN Amro. Op de portefeuille, die medio 2012 voor 9 mld euro in de boeken stond, moest op grond van inschattingen van vastgoedexpert Cushman & Wakefield 2,8 mld euro worden afgeboekt. Het eigen vermogen van de bank schoot daardoor tekort.

De voor de hand liggende vraag is in hoeverre andere Nederlandse banken voldoende hebben afgeschreven op hun vastgoedportefeuilles. Het CPB beschikt niet over de gegevens om deze vraag te beantwoorden. SNS Bank stelde afschrijving waarschijnlijk uit omdat dit tot faillissement zou leiden. Op basis van de CDS-spreads van SNS bank in figuur 4.4 lijkt de markt de problemen bij die bank al langer te hebben zien aankomen. In de periode eind 2008 tot halverwege 2009 lagen de spreads van SNS hoger dan de spreads van andere Nederlandse banken en vanaf halverwege 2011 lopen de spreads ook op ten opzichte van kleinere banken. Uitstel van het opschonen van de bankbalans is een belangrijk risico in de nasleep van financiële crises.<sup>49</sup> Het leidt ertoe dat banken lange tijd bezig blijven met het versterken van hun balans waardoor kredietverstrekking onder druk komt te staan.

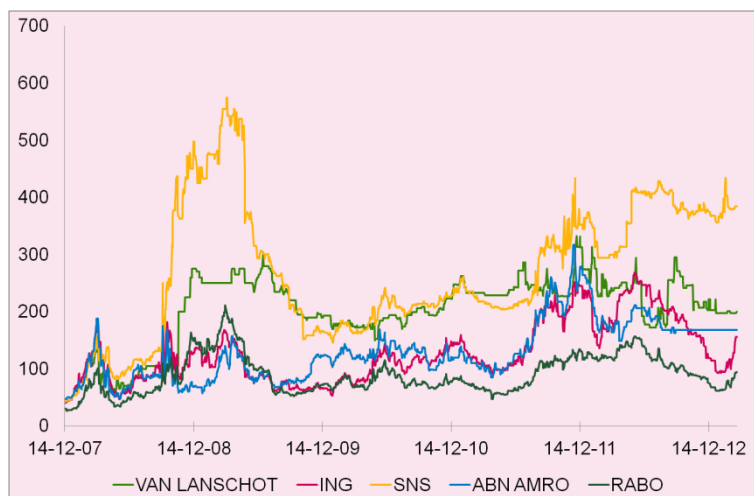
---

<sup>47</sup> Zie Bijlsma en Zwart, 2010, Zijn strengere kapitaaleisen kostbaar?, [CPB Document 215](#).

<sup>48</sup> Zie [deze publicatie](#) van de BIS en [deze](#) van de EBA.

<sup>49</sup> Bijlsma, Elsenburg en Zwart, Een bindend interventieraamwerk voor bancaire toezicht, [CPB Policy Brief 2011/04](#).

**Figuur 4.4 Credit default spreads Nederlandse banken, in basispunten**



Bron: Datastream.

Een ander risico voor banken in het algemeen en de Nederlandse bancaire sector in het bijzonder is het liquiditeitsrisico. Deze discussie wordt vaak geplaatst in het kader van het financieringsgat. Dat financieringsgat is gedefinieerd als het verschil tussen leningen aan Nederlandse huishoudens en bedrijven enerzijds en de deposito's van Nederlandse huishoudens en bedrijven anderzijds. Eind 2012 bedroeg dit verschil 452 mld euro.<sup>50</sup>

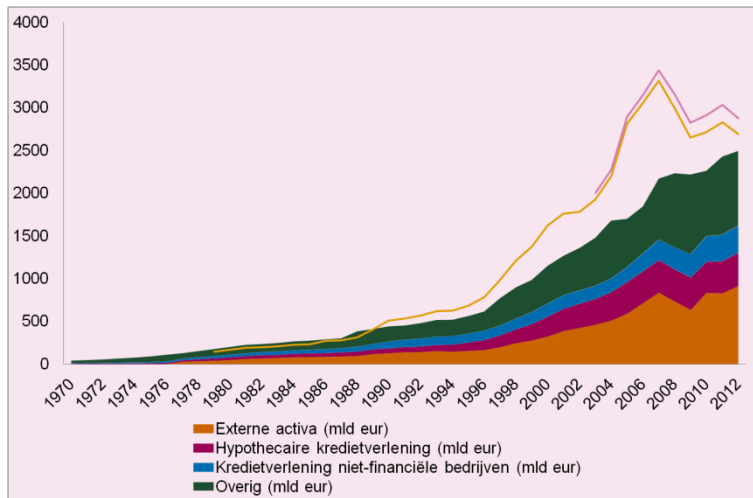
Voor liquiditeitsrisico is het echter van belang om naar de gehele bankbalans te kijken. Ook andere activiteiten van banken vragen immers om financiering. De omvang van het binnenlandse bankwezen is in de afgelopen decennia gestaag gegroeid tot ruim vier maal de omvang van de economie. Als we ook buitenlandse dochterondernemingen en branches meenemen, stijgt de omvang tot 2900 mld euro.<sup>51</sup> Onderstaande figuur 4.5 laat zien welke activiteiten van banken hebben bijgedragen aan de groei van de bankbalansen sinds de jaren zeventig. Wat opvalt, is de versnelling in de groei van de Nederlandse financiële sector halverwege de jaren negentig van de vorige eeuw, rond 1996. Deregulering en liberalisatie in de jaren tachtig, financiële innovatie en het ontstaan van één Europese financiële markt hebben hierbij een rol gespeeld. Nederlandse banken zijn de afgelopen decennia steeds actiever geworden buiten de landsgrenzen.

<sup>50</sup> Zie DNB, [Overzicht Financiële Stabiliteit voorjaar 2013](#).

<sup>51</sup> Welke maatstaf relevant is hangt af van de beleidsvraag. Het binnenlandse bankbedrijf van DNB (2493 mld euro eind 2012) is relevant voor een beschrijving van de financiële sector in Nederland. Het geconsolideerde bankbedrijf is relevant als het gaat om risico's voor de Nederlandse belastingbetaler.



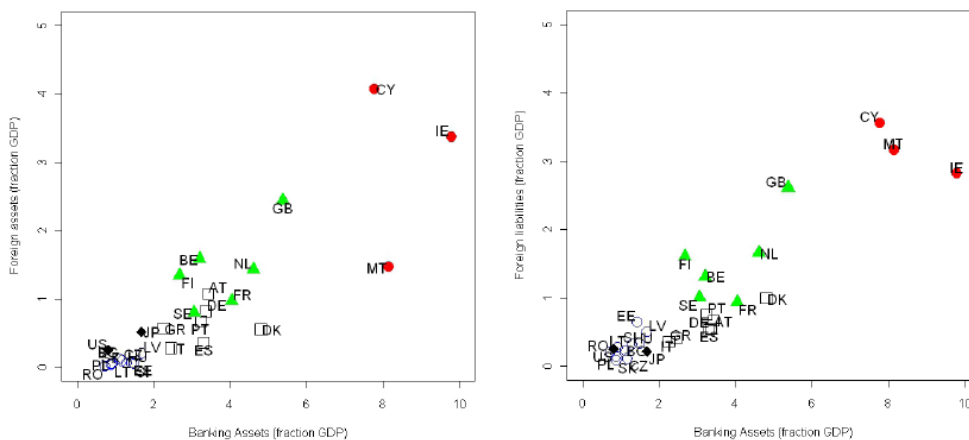
**Figuur 4.5 Balansomvang Nederlandse bancaire sector (mld euro)**



Bronnen: [OESO](#), [DNB](#), DNB statistische cahiers, CBS, [BIS](#), berekeningen CPB.

De grote Nederlandse bankensector is dus niet alleen een gevolg van de groei van de hypotheekschuld (deze maakt circa 15% van de balans uit), maar ook van internationale activiteiten en toegenomen verwevenheid (derivaten, leningen aan andere financiële instellingen) binnen de financiële sector. Een grote bankensector leidt per definitie tot een situatie dat financiering uit andere bronnen moet komen dan Nederlandse deposito's, zoals onderstaande figuur 4.6 duidelijk maakt. Externe activa, de post overig en de bezittingen van buitenlandse vestigingen zijn samen ruim drie keer de omvang van het uitstaand bedrag aan hypotheekleningen. In dit licht gaan de voorstellen van de Commissie Dijkhuizen om een deel van de hypotheekportefeuille via overheidsgaranties te financieren, over minder dan 7% van de Nederlandse bankbalans. Een internationale spreiding van bezittingen helpt overigens wel bij het diversifiëren van landspecifieke kredietrisico's.

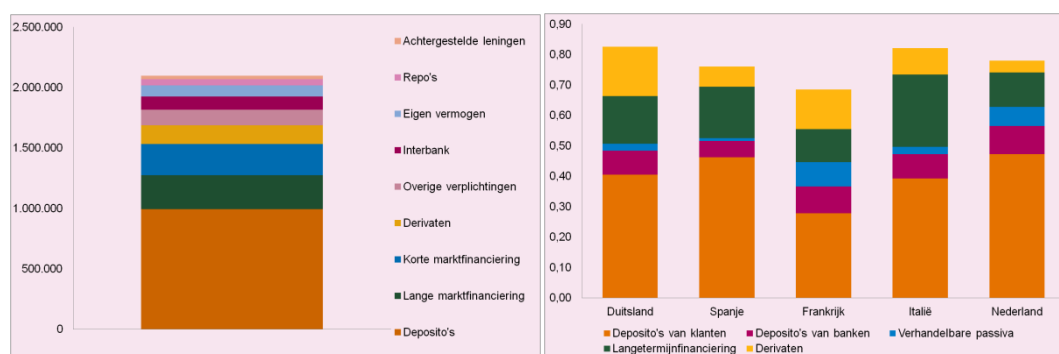
**Figuur 4.6 Omvang financiële sector versus buitenlandse bezittingen en buitenlandse verplichtingen in 2010**



Bron: Bijlsma en Zwart, 2013.

Nederlandse banken financieren een relatief groot deel van de balans met deposito's uit binnen- en buitenland. Figuur 4.7 geeft een overzicht van de samenstelling van de passivazijde van de balans van de drie Nederlandse grootbanken (ING bank, Rabobank en de ABN AMRO bank) op basis van de jaarverslagen in 2011.<sup>52</sup> De traditionele financiering met spaargelden van huishoudens en bedrijven vormt de grootste financieringsbron. Deze vorm van financiering wordt gevolgd door korte en lange marktfinanciering, derivaten en leningen van andere banken. Een vergelijking van balanssamenstelling op basis van geconsolideerde jaarrekeningen van grote banken in verschillende landen laat zien dat Nederlandse banken relatief veel deposito's hebben en relatief weinig lange termijnfinanciering.<sup>53</sup>

**Figuur 4.7 Passiva van 3 grootste Nederlandse banken (mln euro, links) in 2011 en per land in 2010 (rechts)**



Bron: Jaarverslagen 2011 en 2010.

Het aantrekken van buitenlandse deposito's voor activiteiten die via het Nederlandse hoofdkantoor lopen, staat sinds de crisis echter onder druk. Nationale toezichthouders zien niet graag geld van nationale dochters naar de buitenlandse moederbank stromen. Hierdoor zijn Nederlandse banken voor de financiering van de bankbalans sterker op geld- en kapitaalmarkten aangewezen. Voor sommige financieringsbronnen, zoals korte kapitaalmarktfinanciering, geldt een groter liquiditeitsrisico dan lokale depositofinanciering. Het is dus belangrijk dat Nederlandse toezichthouders de financieringsmix van de banken goed in de gaten houden en dat Nederlandse banken goed gekapitaliseerd zijn.

Tot slot is er een risico dat financiële intermediatie in grotere mate buiten het traditionele bankwezen gaat plaatsvinden, in de vorm van het zogeheten schaduwbankieren. Toezichthouders hebben maar beperkt zicht op de risico's die zich daar voordoen. Volgens statistieken van de FSB staat Nederland in de mondiale top drie op basis van het balanstotaal van niet-bancaire financiële instellingen. Door de brede definitie van de FSB betreft dit volgens DNB een bovengrens.

<sup>52</sup> Deze getallen verschillen van de getallen in figuur 4.6 omdat de geconsolideerde jaarverslagen buitenlandse activa meenemen. Bovendien is er een verschil tussen de balans van drie banken en de totale bankenbalans in Nederland.

<sup>53</sup> Hiervoor zijn de 24 grootste banken in het eurogebied gebruikt.

Een groot deel van de sector 'overige financiële instellingen' die geschaard wordt onder het schaduwbankwezen, heeft namelijk weinig te maken met kredietintermediatie, maar betreft concernfinancieringsmaatschappijen die geen kredieten verlenen buiten het concern om.<sup>54</sup> De activiteiten van deze instellingen lopen weliswaar via Nederland, maar de geldstromen blijven binnen het concern. Daarmee vormen ze geen gevaar voor de Nederlandse financiële stabiliteit.

Toch is het schaduwbankwezen in Nederlands wel substantieel. In totaal betreft het circa 15% van de activa binnen de Nederlandse financiële sector. Daarnaast bestaat een groot deel van de schaduwbankactiviteiten in Nederland uit securitisaties buiten de balans om (via SPV's). De omvang van Nederlandse securitisaties van zowel Nederlandse als buitenlandse banken bedroeg ca. 317 mld eind 2011 (zie [DNB](#)). Van de Europese securitisaties is ongeveer 20% ondergebracht bij Nederlandse SPV's, wat verband houdt met de sterke groei van woninghypotheken in Nederland tussen 1996 en 2007. Naar schatting is in Nederland ongeveer een derde van de hypotheekschuld gesecuritiseerd (zie [DNB](#)).

---

<sup>54</sup> Concernfinancieringsmaatschappijen vallen niet onder toezicht van DNB, maar de effecten uitgegeven door deze instellingen, vallen wel onder de prospectusplicht van de AFM. Nederland is voornamelijk een aantrekkelijke vestigingsplaats voor deze maatschappijen door de fiscale aantrekkelijkheid (o.a. door het uitgebreide netwerk van belastingverdragen met andere landen wat dubbele belastingheffing voorkomt en de deelnemingsvrijstelling waardoor bepaalde resultaten uit deelnemingen zijn vrijgesteld) en de goed ontwikkelde financiële dienstverlening.



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 2013