

Systemrisico's banken en verzekeraars hoger dan gedacht

Banken en verzekeraars houden kapitaalbuffers aan om risico's te verkleinen. De omvang van deze buffers zijn wettelijk vastgelegd en worden mede bepaald met behulp van kredietbeoordelingen van de onderliggende activa. Deze beoordelingen geven echter geen accuraat beeld van met name de systeemrisico's.

IN HET KORT

- Voor de hoogte van de kapitaalbuffer telt het systeemrisico van een obligatie op dezelfde manier als het bedrijfsspecifieke risico.
- In een portefeuille van obligaties middelt het bedrijfsspecifieke risico wél en het systeemrisico níet uit.
- Obligaties met meer systeemrisico zijn hierdoor aantrekkelijker voor banken en verzekeraars. Dit maakt hen schokgevoeliger.

MARTIJN BOERMANS

Senior beleidsmedewerker bij De Nederlandsche Bank

BRAM VAN DER KROFT

Postdoc bij het Massachusetts Institute of Technology

In een herziene versie van het populaire boek *The bankers' new clothes* (2024) bespreken Admati en Hellwig huidige tekortkomingen in de regulering van het bankwezen. Hun kernbetoog: een grote financiële crisis kan zich zo herhalen want kapitaalvereisten zijn te zwak, banken nemen nog steeds te veel risico's en toezichthouders zijn te veel afhankelijk van kredietbeoordelingsbureaus.

Onze empirische studie aan Europese (en dus ook Nederlandse) banken en verzekeraars toont het gelijk van Admati en Hellwig aan. Ten opzichte van beleggings- en pensioenfondsen houden banken en verzekeraars relatief veel obligaties met een hoog systeemrisico aan, zoals weergegeven in figuur 1. Figuur 2 laat zien dat de kapitaalbuffers effectief een stuk lager zijn als gecorrigeerd wordt voor dit systeemrisico.

Dit artikel legt uit waarom de kapitaalbuffers effectief lager zijn en maakt dit hard aan de hand van berekeningen op basis van vertrouwelijke data uit de Securities Holdings Statistics (SHS) van de Europese Centrale Bank. De data gaan over het obligatiebezit van Europese beleggers in de periode tussen 2013–2019. De dataset bevat de portefeuilles van banken, verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsfondsen en wordt gebruikt om het systeemrisico per obligatie te berekenen.

Portefeuilles met veel systeemrisico renderen

De wetgever legt banken en verzekeraars kapitaalvereisten op om risiconemend gedrag beperken, maar ook om er voor te zorgen dat zij voldoende gekapitaliseerd zijn om economische schokken te kunnen doorstaan. De belangrijkste kapitaaleisen vloeien voort uit de Akkoorden van Bazel voor banken en uit Solvency II voor verzekeraars.

De uiteindelijke omvang van de kapitaalbuffer hangt onder andere af van de hoeveelheid bezittingen en hoe risicovol deze zijn. Om te bepalen of financiële instellingen voldoen aan hun kapitaalvereisten, moeten toezichthouders een inschatting maken over het onderliggende risico van de handelsboeken van de bank of verzekeraar; de ene belegging is de andere niet. Beleidsmakers gebruiken veelal kredietscores van S&P, Moody's of Fitch om het kredietrisico van banken en verzekeraars te meten en kapitaalbuffers op te stellen, zeker in standaardmodellen.

Zandberg et al. (2009) waarschuwen dat kredietbeoordelingsbureaus een te grote rol toebedeeld hebben gekregen in de wetgeving rondom het bepalen van de kapitaalbuffers. Dit zorgt ervoor dat investeerders en toezichthouders "blindelings zullen gaan vertrouwen op kredietbeoordelingen". Hoewel kredietbureaus na het uitbreken van de financiële crisis vanwege securitisaties onder vuur kwamen te liggen, laat recent onderzoek zien dat de gemiddelde kredietscores sterk samenhangen met daadwerkelijke risico's (Hilscher en Wilson, 2017). Zo concludeert ook De Nederlandsche Bank dat Nederlandse banken voldoende kapitaalbuffers hebben en daarmee ook rond het Europese gemiddelde zitten (DNB, 2023a).

Kredietscores meten het totale kredietrisico van een bedrijf dus redelijk accuraat. Maar door een ongelijke verdeling van specifieke risico's binnen een bepaalde kredietbeoordeling kan er wel een concentratie van risico ontstaan. Kredietscores bestaan namelijk uit ten eerste een systematisch deel, dat doorgaans gepaard gaat met een hoger rendement en hogere gevoeligheid voor economische schokken, en ten tweede een idiosyncratisch (bedrijfsspecifiek) gedeelte dat meestal geen hoger rendement geeft en niet afhankelijk is van de markt.

Doordat kredietbeoordelaars de systematische en idiosyncratische risico's optellen, zijn obligaties met een relatief hoog systematisch en laag bedrijfsspecifiek risico relatief aantrekkelijk voor banken en verzekeraars omdat ze relatief veel risico (en dus rendement) kunnen krijgen zonder dat het via

een lagere kredietscore wordt meegewogen in de kapitaalvereisten (Iannotta et al., 2019; Murray en Nikolova, 2022).

Ter illustratie: neem twee obligaties met een kredietbeoordeling A waarvan de ene een hoog systeemrisico kent en de andere niet. De obligatie met hoog systeemrisico heeft gemiddeld genomen ook een hoger verwacht rendement. In de bepaling van de kapitaalbuffer op basis van kredietscores van bezittingen zijn beide obligaties echter identiek. Een financiële instelling die dus veel obligaties aanhoudt met een hoog systeemrisico zal daar geen extra kapitaal voor opzij hoeven te zetten. Door obligaties met een hoog systeemrisico ‘goedkoop’ te kopen, hebben financiële instellingen op papier dus betere buffers dan de financiële markt in prijsst.

Drie kanalen van systeemrisico

De mismatch tussen risico's en kapitaalweging leidt tot hogere algemene systeemrisico's. Er zijn drie kanalen waarop deze systeemrisico's doorwerken.

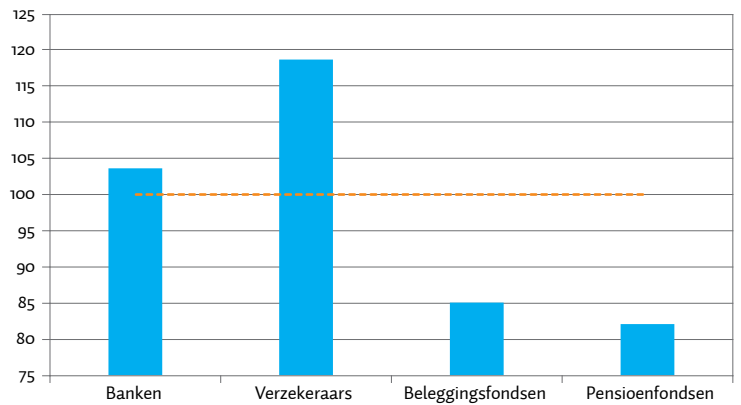
Effectief lagere kapitaalbuffers

Ten eerste is het systeemrisico hoger, omdat de mismatch tussen risico's en kapitaalweging tot lagere kapitaalbuffers leidt. Kapitaalvereisten zorgen ervoor dat banken en verzekeraars voldoende kapitaalbuffers aanhouden om onverwachte verliezen op te vangen. Het accuraat inschatten van de risico's die de hoogte van de kapitaalbuffer bepalen is daarbij essentieel, want banken en verzekeraars hebben een prikkel om meer risico te nemen en dus minder veilig te zijn dan verwacht (Becker en Ivashina, 2015). Dit speelt met name in crisisperiodes waar grote verliezen kunnen optreden. Concreet: als banken en verzekeraars obligaties kopen met relatief meer risico dan gemiddeld binnen kredietscores in handelsboeken, zie figuur 1, dan zijn de buffers dus effectief minder dekkend in economisch slechte tijden.

In ons onderzoek maken wij inzichtelijk in welke mate de kapitaalbuffers effectief lager zijn doordat banken en verzekeraars obligaties kopen met relatief meer systeemrisico dan gemiddeld. We berekenen hoe groot de aanpassingen van de effectieve kapitaalbuffers zijn door per obligatie te bepalen hoe sterk de kredietbeoordelaars afwijken van de credit defaults swaps in de markt, per kredietscore. Zo verkrijgen we een kansverdeling per kredietscore voor elke obligatie die aangeeft in welke mate de kredietscore hoger of lager uitvalt dan die de banken en verzekeraars mogen gebruiken voor het bepalen van de buffers. Op basis van gedetailleerde vertrouwelijke beleggingsportefeuille-data van banken, verzekeraars, beleggingsfondsen en pensioenfondsen sinds 2013 voeren wij vervolgens de risicocorrectie uit. Data zijn afkomstig van de Securities Holdings Statistics (SHS) van de ECB en bestaat uit 14.612 unieke obligaties die in de periode tussen 2013–2019 in bezit waren van Europese beleggers. Onze focus ligt nadrukkelijk op het bezit van obligaties bij niet-financiële bedrijven, omdat daarvan de kredietscores het meest betrouwbaar worden geacht (Cornaggia et al., 2017).

Onze berekeningen tonen aan dat gemiddeld genomen de effectieve kapitaalbuffers van Europese banken zeven procent lager liggen wanneer men corrigeert voor het extra (onbedoeld) systeemrisico, zie figuur 2a. Voor

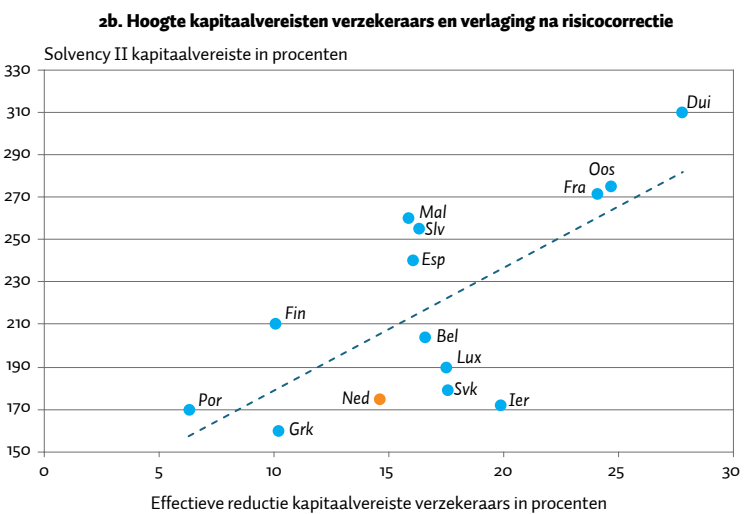
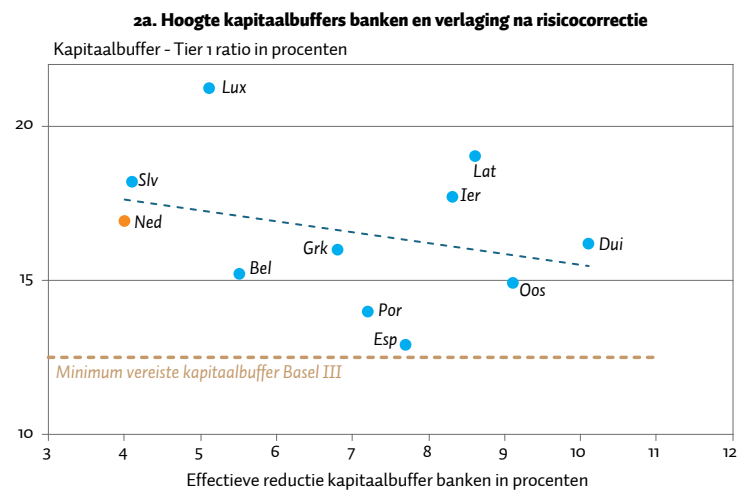
Relatief bezit obligaties met hoog systeemrisico FIGUUR 1



Noot: De relatieve investeringen in obligaties met hoog systeemrisico gegeven hun kredietscore zijn afgezet tegen de 'investor specific median', de mediane investering in zulke investeringen per beleggingsgroep, geïndexeerd op 100.

Bron: Boermans en van der Kroft (2024) | ESB

Effectieve kapitaalbuffers banken en verzekeraars na correctie voor systeemrisico FIGUUR 2



De banken in landen met gemiddeld de kleinste kapitaalbuffers (Tier 1) kopen het meeste obligaties met hoog systematisch risico en zijn daardoor gevoeliger voor schokken. Eenzelfde patroon is te zien voor verzekeraars die hogere Solvency kapitaalvereisten hebben.

Bron: Boermans en Van der Kroft (2024) | ESB

verzekeraars liggen de buffers zeventien procent lager. Voor Nederlandse banken en verzekeraars is dit effect iets lager met respectievelijk vier en vijftien procent op basis van de berekeningen over 2019.

De totale kapitaalbuffers van Nederlandse banken waren eind 2022 148,5 miljard euro. Onze effecten op basis van 2019 betekenen dan dat het nemen van extra systeemrisico grofweg een kapitaalvermindering van zes miljard euro impliceert, iets minder dan de recordwinst van ING in 2023 (DNB, 2023b). Dit betekent niet direct dat de huidige buffers te laag zijn, maar wel dat het niet meegerekende systeemrisico een groot effect kan hebben op financiële stabiliteit.

Binnen Europa valt op dat banken met een Tier 1-kapitaalratio die dicht bij de minimumkapitaalvereiste van Basel III liggen, relatief veel obligaties met een hoog systeemrisico aanhouden (figuur 2a). Dit helpt ze gemakkelijker te voldoen aan de kapitaalregelgeving, iets wat minder relevant is voor banken die ruimer boven de norm zitten. Ook verzekeraars in landen met hogere Solvency-kapitaalvereisten houden meer obligaties met een hoog systeemrisico aan (zie figuur 2b op basis van onderliggende regressieresultaten). Dit is problematisch, aangezien regelgeving juist is bedoeld om voldoende buffers op te bouwen bij de meest kwetsbare instellingen.

Hogere concentratie beleggingsmix

Ten tweede is het systeemrisico hoger, omdat de voorkeur voor obligaties met een hoog systeemrisico er voor zorgt dat banken en verzekeraars portefeuilles aanhouden die veel op elkaar lijken. Er zijn slechts een beperkt aantal obligaties met relatief veel systeemrisico, gegeven hun kredietscore. In ons onderzoek laten wij zien dat banken en verzekeraars hierdoor gezamenlijk dezelfde obligaties opkopen. Met andere woorden, ze willen allemaal obligaties waarbij het hoge systeemrisico niet de kapitaalbuffers verlaagt, zoals in kapitaalregelgeving door kredietscores is vastgesteld.

Specifiek beleggen banken en verzekeraars respectievelijk 10 en 55 procent meer in obligaties met een relatief hoog systeemrisico, gegeven hun kredietscore. De keerzijde is dat beleggingsfondsen en pensioenfondsen veelal deze obligaties vermijden omdat ze nauwelijks bindende kapitaalvereisten, gebaseerd op kredietscores, kennen. Zo verhogen ook zij indirect hun portefeuilleconcentratie in de 'overgebleven' stukken, zie figuur 1. Minder diversificatie en hogere concentratie van de beleggingsmix verhogen de systeemrisico's bij financiële instellingen.

Fire sales

Ten derde is het systeemrisico hoger omdat executieverkopen (fire sales) aanzienlijker zijn. Doordat het voordeel van een hogere rating wegvalt bij een downgrade hebben banken en verzekeraars extra redenen om deze stukken met relatief veel systeemrisico eerst te verkopen. Anders zouden ze vanuit de kapitaalregelgeving meer kapitaal moeten aanhouden voor deze obligaties met lagere kredietscores. In onze analyse laten wij zien dat banken en verzekeraars respectievelijk 46 en 40 procent van hun portefeuilles verkopen op het moment dat verlaging van de kredietscore de kapitaalvereisten en daarmee de samenhangende buffer aantast. Maar dit is geen universeel effect bij downgrades. Banken en ver-

zekeraars kopen juist obligaties na een downgrade als deze zich niet vertaalt in een hogere kapitaalvereiste; zo kunnen ze meer systeemrisico nemen zonder extra kapitaal.

Coronaontheffing loopt af

Een bijkomend risico is dat ontwikkelingen in kredietscores de afgelopen jaren vanwege de pandemie niet volledig doorgevoerd zijn in de kapitaalbuffers. Kort na het uitbreken van corona gaven kredietbeoordelaars massaal obligaties een lagere kredietscore. Om te voorkomen dat er vanwege deze afwaarderingen grote kapitaaltekorten zouden ontstaan en dat men midden in een crisisperiode extra kapitaal op moest halen, hebben Europese toezichthouders de eigen regels aangepast: financiële instellingen hoefden tijdelijk het verhoogde kredietrisico niet door te rekenen in de kapitaalvereisten. De kredietscores van vóór de pandemie bleven gelden voor het meten van de omvang van de kapitaalbuffers in het financiële systeem met de standaardmodellen (ECB, 2022). Vanaf maart 2024 is deze tijdelijke aanpassing niet langer van kracht en moeten de kapitaalbuffers weer op peil zijn.

Conclusie

De huidige wetgeving voor banken en verzekeraars is sterk afhankelijk van de kredietscores. Ons onderzoek toont aan dat financiële instellingen hier gebruik van maken door obligaties met een relatief hoog rendement en risico op de balans te nemen, gegeven de kredietscore. Wij laten zien dat dit kanaal extra systeemrisico met zich meebrengt.

Deze resultaten zijn relevant voor het debat over regulering van risicodragend kapitaal van financiële instellingen. Om de eventuele gevolgen van teveel systeemrisico in te dammen hebben financiële instellingen bijpassende kapitaalbuffers nodig. Adequate buffers verlagen de kans dat de overheid moet ingrijpen, maar het aanleggen en aanhouden ervan kent mogelijk nadelen, zoals een lagere capaciteit om nieuwe leningen te verstrekken.

Literatuur

- Admati, A. en M. Hellwig (2024) *The bankers' new clothes: What's wrong with banking and what to do about it*. Princeton: Princeton University Press.
- Becker, B. en V. Ivashina (2015) Reaching for yield in the bond market. *The Journal of Finance*, 70(5), 1863–1902.
- Boermans, M.A. en B. van der Kroft (2024) Capital regulation induced reaching for systematic yield: Financial instability through fire sales. *Journal of Banking & Finance*, 158, 107030.
- Cornaggia, J.N., K.J. Cornaggia en J.E. Hund (2017) Credit ratings across asset classes: A long-term perspective. *Review of Finance*, 21(2), 465–509.
- DNB (2023a) *Moeten we ons zorgen maken over onze banken?* DNB Nieuwsbericht, 8 juni.
- DNB (2023b) *Financiële gegevens van individuele banken*. Te vinden op www.dnb.nl
- ECB (2022) *Gradual phasing-out of pandemic collateral easing measures*. Te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Hilscher, J. en M. Wilson (2017) Credit ratings and credit risk: Is one measure enough? *Management Science*, 63(10), 3414–3437.
- Iannotta, G., G. Pennacchi en J.A.C. Santos (2019) Ratings-based regulation and systematic risk incentives. *The Review of Financial Studies*, 32(4), 1374–1415.
- Murray, S. en S. Nikolova (2022) The bond-pricing implications of rating-based capital requirements. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57(6), 2177–2207.
- Zandberg, E., F. Amtenbrink en J. de Haan (2009) Europese regelgeving voor kredietbeoordelingsbureaus. *ESB*, 94(4564), 429–430.