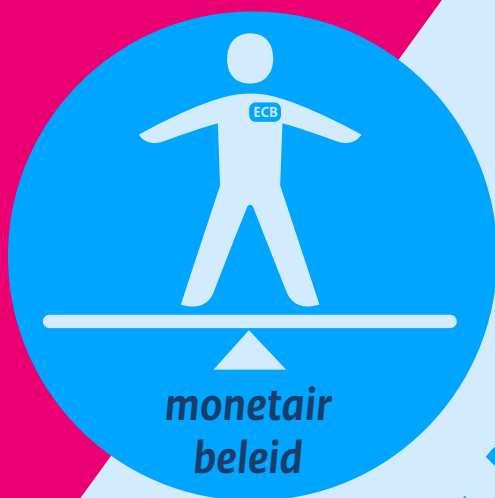




Risicorapportage Financiële markten 2023

De economische onzekerheid is het afgelopen jaar toegenomen, maar de financiële sector is weerbaar waardoor risico's beheersbaar zijn



Onzekerheid vergroot financiële risico's

De economische onzekerheid is het afgelopen jaar toegenomen, maar de financiële sector is weerbaar waardoor de risico's beheersbaar zijn



Hoe hoger index, hoe groter de verandering van aandelenprijzen (VIX) of de onzekerheid van bedrijven over de toekomst (EC)

1 Inflatie en monetair beleid

Hoge inflatie heeft ook een weerslag op financiële instellingen. Het beleid van centrale banken om de inflatie te beperken kent risico's: onvoldoende ingrijpen kan inflatie verder opdrijven, te hard ingrijpen kan leiden tot financiële instabiliteit

2 Bankenstress

Het risico op een bankcrisis in Nederland is beperkt. Banken hier zijn beter verzekerd dan in de VS tegen veranderende rentes, spaargeld is goed verzekerd en door strengere regelgeving zijn de buffers hier hoger

4 Bedrijven

Door overheidssteun, buffers en een groot aanpassingsvermogen is de kans klein dat bedrijven leningen niet terugbetalen

3 Recessierisico's

De economische groei is afgezwakt. Een recessie is mogelijk en kan faillissementen veroorzaken waardoor bedrijven en werknemers schulden mogelijk niet kunnen terugbetalen

6 Woningmarkt

De kans dat stijgende rentes en dalende huizenprijzen grote problemen veroorzaken voor financiële instellingen is klein. Wel zijn er kwetsbare huishoudens

5 Eurocrisis

Het risico op een eurocrisis is iets toegenomen. Door de gestegen rentes betalen overheden meer voor hun leningen. Dit geldt vooral voor landen met veel schulden die nog meer geld moeten lenen. Voor Nederland valt dat mee omdat de staatsschuld laag is

7 Klimaat

Klimaatverandering en -beleid raakt financiële markten: de waarde van onderpand wordt onzekerder

Zie ook de publicatie 'Ontwikkelingen op de woningmarkt en financiële risico's'

1 Inleiding

Op verzoek van de Tweede Kamer, op aanbeveling van de commissie-De Wit, schrijft het Centraal Planbureau (CPB) sinds 2012 een jaarlijkse risicorapportage financiële markten. Het doel van deze rapportage is het in kaart brengen van de belangrijkste risico's in het financiële stelsel die kunnen doorwerken op de reële economie en vice versa. De focus ligt op de risico's voor de Nederlandse economie en financiële sector. Daarnaast benoemen we ook de belangrijkste risico's die in Europa en mondiaal spelen, als deze een effect hebben op Nederland.

Deze risicorapportage richt zich op de risico's voor de financiële stabiliteit die ontstaan door onzekere macro-economische omstandigheden. Het gaat hierbij in het bijzonder om risico's doordat monetaire (en in mindere mate fiscale) ondersteuning van de economie wordt afgebouwd. In de afgelopen jaren heeft het financiële stelsel te maken gehad met turbulente tijden door de coronacrisis en de gevolgen van de oorlog in Oekraïne. Overheidssteun en het beleid van centrale banken hebben een belangrijke rol gespeeld om de financiële risico's op korte termijn te beheersen, en geven nu nieuwe uitdagingen voor het financiële stelsel. Daarentegen hebben deze steun en het beleid wel bijgedragen aan de prijsstijgingen van goederen en diensten. De afbouw van dit beleid is een moeilijke evenwichtsoefening tussen het af laten nemen van de prijsdruk en het beheersbaar houden van mogelijke negatieve bijwerkingen (zoals een weerslag op de financiële sector). Dit komt vooral door het verkrappende monetaire beleid, waarbij de centrale bank de rente verhoogt om inflatie te beteugelen. Bovendien is veel van de onzekerheid nog niet verdwenen. De recente bankenstress in de Verenigde Staten en Europa is hiervan een voorbeeld.

In de nevenpublicatie belichten we de financiële risico's van de woningmarkt. Deze risico's ontstaan vooral door stijgende hypotheekrentes en dalende woningprijzen. De raming in het Centraal Economisch Plan (maart 2023) is dat woningprijzen aan het eind van 2023 ongeveer 6,8% lager zullen zijn dan aan het eind van 2022. De daling kan zich voortzetten in 2024 (-0,5%), gevolgd door een stijging in de erop volgende jaren; een raming van huizenprijzen is echter met veel onzekerheid omgeven. De nevenpublicatie beschrijft welke financiële risico's er vanuit de woningmarkt kunnen ontstaan.

De risico's in deze rapportage kunnen verweven zijn met andere, meer structurele, vraagstukken in het financiële stelsel. Waar mogelijk geven wij aan hoe deze risico's samenhangen. In deze rapportage richten we ons op die bedreigingen voor het financiële systeem die – sinds de vorige risicorapportage – het sterkst zijn toegenomen. Hoewel de belangrijkste potentiële problemen uit de afgelopen risicorapportages gelijk zijn gebleven, of zelfs zijn afgenomen, zijn deze risico's nog steeds actueel en ze vormen daarmee een blijvend gevaar voor de financiële stabiliteit. Deze risico's uit de vorige edities komen kort aan bod in het afsluitende hoofdstuk. Voor uitgebreidere analyses verwijzen we naar de vorige risicorapportages.¹

In hoofdstuk 2 worden de hoofdboodschappen van deze risicorapportage gepresenteerd. Hoofdstuk 3 beschrijft de financiële risico's die kunnen ontstaan door onzekere macro-economische omstandigheden. Hoofdstuk 4 benoemt de financiële risico's die prijsstijgingen met zich mee kunnen brengen, en de stappen die monetair beleid zet om deze te beteugelen. In hoofdstuk 5 wordt de onrust in de bankenwereld behandeld. Daarna worden de mogelijke gevolgen van een eventuele recessie voor het financiële stelsel besproken (hoofdstuk 6), gevolgd door de financiële positie van bedrijven in hoofdstuk 7. De schuldposities van overheden in de eurozone worden behandeld in hoofdstuk 8. Hoofdstuk 9 geeft een samenvatting van de

¹ De reeds gepubliceerde financiële risicorapportages van het CPB zijn te vinden op de CPB-website ([link](#)).

nevenpublicatie over de financiële risico's op de woningmarkt, en hoofdstuk 10 besteedt aandacht aan de mogelijke gevolgen van klimaatverandering. Het afsluitende hoofdstuk 11 behandelt kort de overige risico's.

2 Hoofdboodschappen

Macro-economische onzekerheid zorgt voor uitdagingen voor de economie en het financiële stelsel, maar de Nederlandse financiële sector staat er goed voor om toekomstige schokken op te vangen. Financiële instellingen hebben de gevolgen van de coronacrisis en de oorlog in Oekraïne goed weten op te vangen, mede door het steunbeleid van overheden en centrale banken. De noodzakelijke afbouw van dit beleid is echter een moeilijke evenwichtsoefening tussen het af laten nemen van de prijsdruk en het beheersbaar houden van mogelijke negatieve bijwerkingen, zoals een weerslag op de financiële sector. Dit komt vooral door het verkrappende monetair beleid. Door deze factoren is er meer onzekerheid over de ontwikkelingen van toekomstige rentes en inkomensstromen ontstaan. Dit maakt het moeilijker om de waarde van financiële bezittingen in te schatten. Hierdoor ontstaan risico's, die vooral in samenhang met elkaar de financiële stabiliteit onder druk kunnen zetten.

De inflatie, die aanvankelijk vooral samenhang met de opgelopen prijzen van energie en voedsel, heeft zich inmiddels verbreed. De inflatie in Nederland – gemeten via de Europese rekenmethode (hicp) – bedroeg 5,9% in april 2023, terwijl de kerninflatie (prijzen exclusief voedsel, energie en tabak) is gestegen naar 7,9%. Dit illustreert dat de aanvankelijke stijging van energieprijzen inmiddels ook is doorgesijpeld in andere producten en diensten. De hoge inflatie vermindert initieel de reële waarde van schulden. Maar hogere prijzen zetten ook druk op de terugbetaalcapaciteit van huishoudens en bedrijven, en kunnen tot financiële risico's leiden als leningen niet worden terugbetaald. Mede door overheidssteun, loonontwikkelingen en het aanpassingsvermogen van huishoudens en bedrijven zijn deze risico's vooralsnog beheersbaar.

Er zitten risico's aan onvoldoende ingrijpen door centrale banken. In reactie op de gestegen prijzen heeft de Europese Centrale Bank (ECB) het monetaire beleid verkrapt, zowel door de beleidsrente te verhogen als door opkoopprogramma's af te bouwen. Wanneer een centrale bank de prijsdruk niet voldoende kan verlagen via een afname in kredietverlening door banken, en de verwachtingen van huishoudens en bedrijven zich hierop aanpassen, kunnen prijsstijgingen zich verbreden en prijzen langer hoog blijven. Door verder stijgende prijzen komt er mogelijk meer druk te staan op de terugbetaalcapaciteit van huishoudens, bedrijven en overheden, en kunnen er verliezen worden geleden op financiële bezittingen. Door het verhogen van de rente kunnen opgebouwde risico's voor de financiële stabiliteit zich materialiseren, zoals de huidige onrust in de bancaire sector laat zien.

Te hard ingrijpen door centrale banken kent echter ook risico's. Hogere rentes kunnen bijvoorbeeld een sterke daling in kredietverlening op gang brengen, en daardoor het recessierisico verhogen. Ook kunnen er afwaarderingen van financiële bezittingen plaatsvinden. Onzekerheid over hoe inflatie zich ontwikkelt, en hoe monetair beleid daarop reageert, brengt meer twijfels met zich mee en kan daardoor voor meer volatiliteit op financiële markten zorgen.

Recent zijn vooral in de Verenigde Staten verschillende banken in financiële problemen gekomen, maar het Nederlandse bankwezen lijkt vooralsnog weerbaar te zijn. De combinatie van stijgende rentes, waardoor verliezen op obligatieportefeuilles optraden, en een groot aandeel onverzekerde deposito's resulteerde in een *bankrun* bij Silicon Valley Bank en al gauw verspreidde de onrust zich naar andere banken. Het lijkt erop dat het Nederlandse bankwezen hiervoor minder gevoelig is door strengere regulering en hogere

buffers, betere afdekking van het renterisico en minder onverzekerde deposito's. Wij simuleren in deze risicorapportage een scenario waarin Nederlandse banken plots een flink verlies moeten nemen op de obligatieportefeuille, zoals gebeurde bij SVB. Hieruit blijkt dat de gevolgen van een dergelijk scenario beperkt zijn. Verder lijken de risico's voor de financiële stabiliteit vanuit de commerciële vastgoedsector voor Nederland en Europa beheersbaar, al kan een toename van leegstand wel in verliezen resulteren in het leningenboek van banken.

De kans is aanwezig dat de Nederlandse economie de komende tijd in een (lichte) recessie belandt. Sinds de coronacrisis is een recessie in de Nederlandse economie uitgebleven. In het in maart verschenen Centraal Economisch Plan (CEP) raamt het CPB de economische groei voor 2023 en 2024 op zo'n 1,5 % per jaar, maar er wordt ook rekening gehouden met een somberder scenario. Door de huidige macro-economische onzekerheden lijkt deze kans nu groter te zijn dan voorheen. De hoge inflatie en de reactie vanuit monetaire hoek spelen hierbij een cruciale rol. Door de hoge schuldenniveaus zou een onvoorziene recessie een doorwerking kunnen hebben op de financiële sector. Omgekeerd kan een financiële crisis een economische recessie ook versterken.

De financiële positie van Nederlandse bedrijven is sterk en vormt geen groot risico voor de financiële stabiliteit. Het eigen vermogen en de solvabiliteit van bedrijven zijn gemiddeld hoger dan in veel andere landen en qua liquiditeit hebben de meeste bedrijven een gezonde positie. Ook het aantal faillissementen is historisch gezien nog altijd laag. Dat bedrijven er goed voor staan, ondanks de uitdagingen van de afgelopen jaren, is mede te danken aan het gevoerde steunbeleid en het aanpassingsvermogen van bedrijven. Het risico op een financiële crisis veroorzaakt door bedrijfsleningen wordt verder beperkt doordat bedrijfsleningen een relatief klein deel uitmaken van de portefeuille van Nederlandse banken. Tevens is dit deel van de portefeuille van relatief hoge kwaliteit.

De Nederlandse overheidsschuld is Europees gezien laag, maar schulden in veel andere Europese lidstaten zijn hoog en het risico op een eurocrisis is nog steeds aanwezig. De lage overheidsschuld maakt Nederland weerbaar voor volgende crises. De overheidsschulden in andere Europese landen zijn echter nog steeds hoog. De renteontwikkelingen kunnen met name in Zuid-Europese landen zorgen creëren over de houdbaarheid van overheidsschulden. Deze zorgen kunnen zich vertalen in nog hogere rentelasten op overheidsschulden en kunnen zo leiden tot een nieuwe Europese schuldencrisis. Dit komt ook doordat de bankensector in Zuid-Europa nog steeds sterk verweven is met de eigen overheid. De Europese bankenunie, die onder andere de verwevenheid van banken met overheden zou moeten terugdringen, is nog steeds niet voltooid. Hoewel het risico op een eurocrisis nog steeds aanwezig is, lijken de directe gevolgen voor de Nederlandse banken van een afschrijving op de blootstelling aan verschillende Europese landen beperkt. Daarbij komt dat de looptijden van overheidsschulden toegenomen over de jaren; hierdoor ligt het moment van herfinanciering ver in de toekomst en hoeven huidige hoge rentes dus niet direct tot herfinancieringsproblemen te leiden. Indirect kan er door financiële onrust een grotere weerslag zijn. De vraag is in hoeverre Europese steunfondsen in dat geval toereikend zijn om in te kunnen grijpen.

Huishoudens en financiële instellingen zijn het afgelopen decennium weerbaarder geworden tegen schokken vanuit de woningmarkt. De Nederlandse woningmarkt is sterk in beweging. Met name gedreven door de opgelopen hypotheekrentes, zijn verkoopprijzen van woningen tot en met april 2023 sinds de piek in juli 2022 met ongeveer 6% gedaald. Het afgelopen decennium is de financiële positie van huiseigenaren gemiddeld genomen verbeterd: woonlasten en schuldratio's zijn gedaald en financiële buffers zijn toegenomen. Daardoor zijn huiseigenaren over het algemeen beter in staat om schokken, zoals een tijdelijk lager inkomen of dalende woningprijzen, op te vangen. Dat vermindert het wanbetalingsrisico op de hypotheek.

Kwetsbare groepen huiseigenaren zijn minder bestand tegen veranderingen. Hoewel ook gemiddeld genomen de financiële positie van voor starters op de woningmarkt, jongeren en huiseigenaren met weinig vermogen is verbeterd, is de verbetering minder sterk dan het gemiddelde van alle huishoudens. Deze groepen kunnen daardoor, ten opzichte van alle huishoudens, minder goed schokken opvangen door gestegen lasten, gestegen rentes, een lager inkomen, of dalende woningprijzen.

Banken zijn beter bestand tegen schokken op de woningmarkt. Dit komt mede door aangescherpte regelgeving, waardoor ze weerbaarder zijn geworden tegen negatieve schokken op de woningmarkt. Eventuele verliezen als gevolg van ontwikkelingen op de woningmarkt, kunnen beter worden gedragen door de toegenomen kapitaalbuffers. Ten slotte is het aanbod aan hypotheekleningen de afgelopen jaren gediversifieerd, waardoor risico's meer zijn gespreid tussen banken en andere financiële instellingen zoals verzekeraars en pensioenfondsen.

Klimaatverandering en inconsistent klimaatbeleid brengt verschillende financiële risico's met zich mee. Weersextremen en zeespiegelstijging veroorzaakt door klimaatverandering kunnen potentieel grote schade met zich meebrengen. Gezien de lange termijn waarop dit dreigt te gebeuren, ziet het CPB zulke fysieke klimaatrisico's echter niet als een groot financieel stabiliteitsrisico voor de komende jaren. Al kunnen dergelijke risico's wel een eerdere prijschommeling teweegbrengen als investeerders deze ineens anders inschatten. Op lange termijn vormt klimaatschade een groter risico. Dit wordt versterkt door het feit dat dit soort schade vaak moeilijk verzekeraar is. Transitierisico's – risico's die gepaard gaan met de transitie naar een groene economie – kunnen wel aanzienlijk zijn. Met name wanneer klimaatbeleid plotseling en onvoorzien plaatsvindt, kan dit leiden tot grote prijswijzigingen van activa, met stabiliteitsrisico's tot gevolg. Tijdig, geloofwaardig en consistent klimaatbeleid draagt bij aan de financiële stabiliteit.

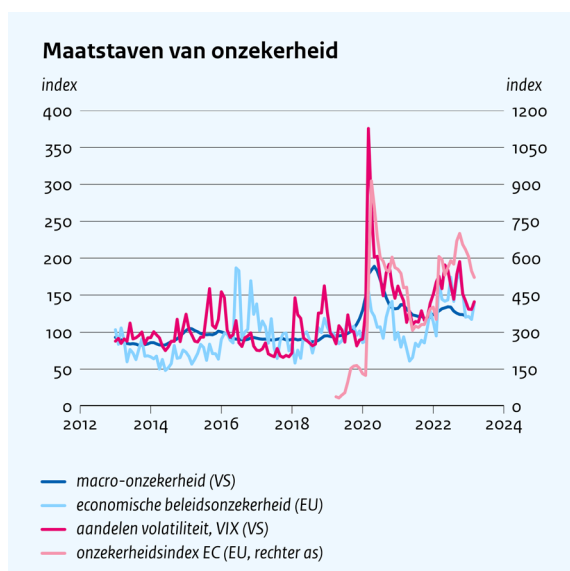
Alertheid blijft nodig bij een aantal andere in eerdere rapportages gesignaleerde risico's. Cryptomarkten hebben turbulente tijden doorgemaakt, waardoor investeerders verliezen hebben geleden. Er lijkt echter voornamelijk een beperkte weerslag op de financiële sector te zijn. Daarnaast kunnen niet-bancaire financiële instellingen systeemrisico's vergroten als er verliezen geleden worden. Dit komt door de aanzienlijke omvang, de rol in effectenhandel en de verwevenheid met andere financiële instellingen. Ten slotte staat de Chinese vastgoedmarkt nog steeds onder druk, al zijn er tekenen van een licht herstel. De directe risico's van een mogelijke correctie in de Chinese vastgoedmarkt lijkt voor Nederlandse financiële instellingen echter beperkt.

3 Onzekere macro-economische tijden

De financiële sector heeft te maken gehad met turbulente macro-economische tijden, waarin het waarden van financiële bezittingen moeilijker is. Prijzen van bezittingen als huizen of obligaties hangen af van de waarde van het toekomstige inkomen waarop je recht hebt als eigenaar en hoe deze toekomstige waarde wordt omgezet in de huidige prijs. Met andere woorden, de prijzen van nu zijn bepaald door een voorspelling over de toekomst. Een belangrijke regel in voorspellen is dat hoe duidelijker je vertrekpunt is, hoe beter je voorspelling. Recente gebeurtenissen als de pandemie, de oorlog in Oekraïne en de huidige hoge inflatie maken het vertrekpunt van de economie moeilijker in te schatten. Zijn er blijvende economische gevolgen van de pandemie? Hoelang gaat de oorlog door en wat zal er daarna gebeuren met de energieprijzen? Leiden hogere energieprijzen tot structurele aanpassingen in de economie? En hoe staan de financiën van overheden in de rest van Europa ervoor? Kortom, er zijn veel onzekerheden waarmee de

financiële sector te maken heeft. Figuur 1 laat zien dat verschillende maatstaven voor onzekerheid hoog zijn gebleven sinds de uitbraak van de pandemie, zowel in de Verenigde Staten (VS) als Europa. Grotere onzekerheid impliceert dat de kans groter is dat economische omstandigheden kunnen afwijken van verwachtingen.² En dit kan resulteren in grote schommelingen in de prijzen van financiële bezittingen.

Figuur 1 Verschillende maatstaven van onzekerheid zijn hoog gebleven sinds het begin van de pandemie



Figuurnoot: Index: 2019=100.

Bron: Macro-onzekerheid (S. Ludvigson, NY University, [link](#)), Economische beleidsonzekerheid (Fred, [link](#)), de Aandelen volatiliteit, VIX (Fred, [link](#)), en de Onzekerheidsindex van de Europese Commissie ([link](#)), bewerking CPB

Het financiële stelsel heeft de recente periodes van hoge onzekerheid getrotseerd, mede vanwege steun door overheden en centrale banken. Aan het begin van de pandemie waren financiële instellingen goed gekapitaliseerd (zie hoofdstuk 5), maar door de forse economische krimp ontstonden er zorgen over de stabiliteit van het financiële stelsel. In reactie hierop grepen beleidsmakers snel in met liquiditeitssteun voor financiële instellingen en bedrijven. Zo kwamen er minder strenge regels voor financiële instellingen rondom het gebruik van onderpand voor de kredietlijnen van de Europese Centrale Bank (ECB) en werd het opkoopprogramma uitgebreid met het *Pandemic Emergency Purchasing Programme*.³ Daarnaast werden met fiscale steun, belastinguitstel en garanties van de overheid faillissementen van bedrijven voorkomen.⁴ Zo bleven wanbetalingen op leningen laag en onderpandwaarden hoog. Hierdoor kwam de positie van financiële instellingen niet onder druk te staan.

De onzekere macro-economische omstandigheden en het afbouwen van monetaire (en in mindere mate fiscale) ondersteuning van de economie leiden tot risico's voor de financiële stabiliteit. Met de huidige hoge inflatie zijn centrale banken over de hele wereld het beleid aan het verkrappen. Daarnaast lopen coronasteunprogramma's van overheden af. Ook moeten bedrijven een deel van de verkregen leningen terugbetalen.⁵ Dat kan leiden tot lagere economische activiteit. Daardoor kunnen faillissementen oplopen, herwaarderingen op activa plaatsvinden, en kunnen financiële instellingen met verliezen te maken krijgen. In

² Zie Ludvigson, S., S. Ma en S. Ng, 2021, Uncertainty and business cycles: exogenous impulse or endogenous response?, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, nr. 4, pag. 369–410 ([link](#)).

³ Zie Benigno, P. P. Canofari, G. Di Bartolomeo en M. Messori, 2022, The European monetary policy responses during the pandemic crisis, *Open Economies Review*, vol. 33, pag. 657–675 ([link](#)).

⁴ Zie Adema, Y., L. Bettendorf, C. Deijl en D. Freeman, 2021, *Economische analyse steunpakketten 2020*, CPB Publicatie, Den Haag: Centraal Planbureau ([link](#)).

⁵ Zie bijvoorbeeld het bericht van 1 juli 2022 van de rijksoverheid dat er nog ongeveer 21 miljard euro openstaat van het uitstel van belastingsschulden bij 279.000 ondernemers ([link](#)).

combinatie met de onzekerheden over de stand van de economie kunnen hierdoor risico's voor de financiële stabiliteit ontstaan.

Onzekerheden rondom de huidige stand van de economie maken het moeilijker om toekomstige inkomensstromen in te schatten. Sommige onderdelen van toekomstige inkomensstromen zijn gemakkelijker te voorspellen dan anderen. Het is bijvoorbeeld zeer waarschijnlijk dat inkomensstromen zullen dalen wanneer de werkloosheid bijzonder laag is, aangezien de kans groot is dat een ommekeer zal plaatsvinden. In normale tijden is inflatie een goede indicator voor de stand van de economie: een hoge inflatie is normaal een teken dat de economie boven het potentieel zit.⁶ Nu is dat minder het geval: veel van de huidige inflatie is het gevolg van doorwerking van hogere energieprijzen in andere prijzen (zie hoofdstuk 4). En het is onduidelijk hoe dit zal verdergaan. De pandemie en de oorlog hebben een substantiële impact gehad op de economie, waaronder op de productiviteitsgroei, maar het is niet duidelijk of de gevolgen tijdelijk zijn of dat het langetermijnpotentieel beschadigd is. Hierdoor is er meer onzekerheid over de toekomstige inkomensstromen. Bovendien kunnen klimaatverandering en de klimaattransitie een behoorlijke verschuiving in de economie vereisen. Dit vergroot de onzekerheden over toekomstige inkomensstromen en rentes (zie hoofdstuk 10).

De huidige waarde van toekomstige inkomensstromen hangt af van de rente: hoger rentes zorgen voor een lagere huidige waarde van toekomstige inkomensstromen. Door hogere rentes neemt de huidige waarde van financiële bezittingen – zoals een overheidsobligatie – af. Immers, een inkomensstroom in de toekomst wordt bij een hogere rente minder waard dan een inkomensstroom vandaag (zogenoemd *verdisconteren*). Na jaren van stabiele en voorspelbare lage rentes, zijn rentes aanzienlijk gestegen (zie figuur 2, links). Op korte termijn zal de ECB naar verwachting de rente verder verhogen om de inflatie onder controle te krijgen (zie hoofdstuk 4). Het is onzeker hoe ver de rente zal worden verhoogd. Het is daardoor minder voorspelbaar hoe hoog rentes zullen zijn in de komende jaren, en wat de waarde van financiële bezittingen vandaag is.

Onzekerheid over het rentepad heeft via de waardering van financiële bezittingen gevolgen voor de financiële stabiliteit. De hogere rentes hebben dalende prijzen van onder andere overheidsobligaties tot gevolg gehad. Hierdoor kunnen investeerders, waaronder financiële instellingen als banken, verliezen lijden. Dit heeft bijvoorbeeld meegespeeld bij de neergang van de Silicon Valley Bank in de VS (zie hoofdstuk 5). Het zijn echter niet alleen monetaire factoren die de waarde van financiële bezittingen onzeker maken. Investeerders kunnen aanvullende compensatie vragen voor onzekere tijden (de risicopremie), wat ervoor zorgt dat toekomstige inkomens tegen een hogere rente worden verdisconteerd. Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer het risico op een recessie stijgt (zie hoofdstuk 6 voor recessierisico's).⁷ Een hogere mate van onzekerheid leidt zodoende tot een daling van activaprijzen.

Rentes hangen ook af van factoren op de middellange termijn, zoals demografie en overheidsschulden, waar onzekerheid over bestaat. Recent onderzoek heeft laten zien dat demografische factoren een belangrijke impact hebben op rentes.⁸ Hoe hoger de levensverwachting, hoe meer er gespaard wordt om voldoende vermogen te hebben bij ouderdom. Dat betekent een lagere rente: er is immers over de hele wereld meer geld opzijgezet dat beschikbaar is voor investeringen, waardoor het vereiste rendement daalt. De coronacrisis heeft gevolgen gehad voor de levensverwachting. De levensverwachting is gedaald in Europa van

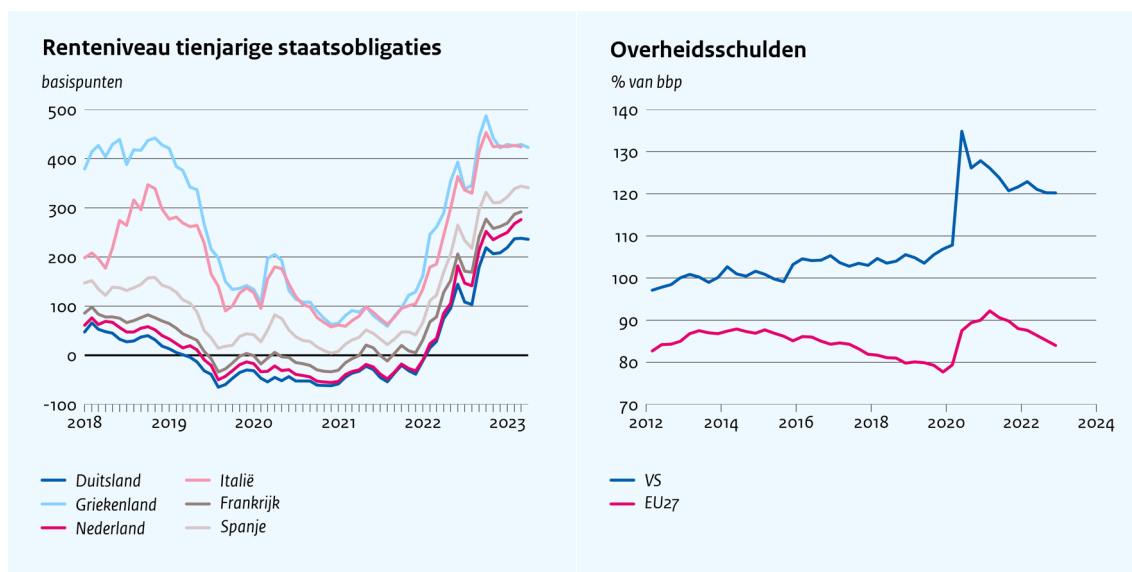
⁶ Zie Gali, J., 2018, The state of new Keynesian economics: a partial assessment, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, nr. 3, pag. 87–112, aldaar pag. 90 ([link](#)).

⁷ Zie Cochrane, J., 2017, Macro-Finance, *Review of Finance*, vol. 21, nr. 3, pag. 945–985 ([link](#)).

⁸ Zie Ciurila, N., A. Elbourne, R. Luginbuhl en R. Teulings, 2022, *Structural causes of low interest rates*, CPB Publicatie, Den Haag: Centraal Planbureau ([link](#)).

81,3 jaar naar 80,1 jaar;⁹ de daling is in de VS nog sterker.¹⁰ Zulke dalingen in de levensverwachting komen zelden voor en het is onzeker hoe de levensverwachting in de komende jaren zal ontwikkelen. Dit kan gevolgen hebben voor rentes door onzekerheid over toekomstige besparingen. Een andere belangrijke factor voor rentes is de hoogte van overheidsschulden. De pandemie heeft veel overheden met aanzienlijk hogere schuld niveaus achtergelaten (zie figuur 2, rechts, en hoofdstuk 8) en de komende energietransitie zal aanzienlijke investeringen vergen (zie hoofdstuk 10). Door de gestegen vraag naar financiering van overheden stijgt de rente.

Figuur 2 Een stijging van rentes op tienjarige staatsobligaties (links) en hogere overheidsschulden (rechts)



Bron: Datastream

De prijzen van financiële bezittingen spelen een belangrijke rol bij financiële crises, omdat deze als onderpand voor leningen worden gebruikt. Financiële crises doen zich voor wanneer een groot aantal mensen of instellingen hun schulden niet (tijdig) kunnen terugbetalen en de waarde van het onderpand niet voldoende (liquide) is om de schuld te dekken. Hierdoor kunnen kredietverstrekkers grote verliezen lijden, wat de stabiliteit van het financiële stelsel kan aantasten. Dit risico treedt op wanneer er onvoldoende financiële bezittingen zijn om schulden af te lossen, wat tot wanbetalingen leidt. Voorbeelden uit het verleden van aanzienlijke prijsveranderingen van financiële bezittingen hebben het belang aangetoond van schuld- en onderpandwaarden voor de financiële stabiliteit. De *dotcom*-crash in 2000 leidde tot veel lagere aandelenkoersen, maar veroorzaakte geen financiële stabiliteitsproblemen, omdat die activa over het algemeen niet werden gebruikt als onderpand. Tijdens de financiële crisis van 2008 was dit wel het geval. De waarde van huizen daalde, en omdat deze als onderpand golden voor hypothecaire leningen, resulteerde het in financiële problemen voor huizenbezitters die hun woning (gedwongen) moesten verkopen. En omdat de waarde van onderpanden daalde tijdens de financiële crisis, traden er grote verliezen op bij kredietverstrekkers: zij kregen immers minder geld terug voor de bezittingen bij de verkoop ervan. Een hogere onzekerheid over rentes en inkomensstromen verhoogt zo het risico op verliezen bij financiële instellingen.

⁹ Zie het artikel van de Europese Commissie *Life expectancy at birth down to 80.1 years in 2021*, 16 maart 2023 ([link](#)).

¹⁰ Zie het CDC-artikel *Provisional life expectancy estimates for 2021*, augustus 2022 ([link](#)).

4 Inflatie en monetair beleid

De stijging van prijzen van consumentengoederen en -diensten is afgezwakt, maar heeft zich verder verbreed.¹¹ De inflatiecijfers, gemeten als de stijging in consumentenprijzen (hicp) voor alle componenten, laten in Nederland en de eurozone een neergaand patroon zien (zie figuur 3). Dit komt met name doordat energieprijzen tegen het einde van 2022 en begin van 2023 weer zijn gedaald. De inflatie in Nederland lag met 5,9% in april 2023 lager dan het gemiddelde voor de eurozone (7%). Dit terwijl op het piekmoment de inflatie in Nederland op 17,1% lag (september 2022).¹² De kerninflatie, gemeten als consumentenprijzen exclusief voedsel en energie, stijgt nog steeds. In Nederland bedroeg de kerninflatie 7,9% in april 2023 en voor de eurozone 5,6%. Dit illustreert dat de aanvankelijke stijging van energieprijzen inmiddels ook is doorgesijpeld in andere producten en diensten. Zoals ook uit figuur 3 blijkt, loopt de kerninflatie achter op de bredere prijsindex. Dat komt vooral doordat het altijd even duurt voordat bedrijven de prijzen aanpassen en omdat er loonstijgingen zijn doorgevoerd. Tegelijkertijd zijn voorraden opgebouwd tegen hogere prijzen, waardoor de kerninflatie langer op een hoger niveau blijft.

Over het algemeen zijn hogere toekomstige prijzen gunstig voor schuldenaren en nadelig voor schuldeisers, al hangt de mate daarvan ook af van factoren als loongroei en rentes. De reële waarde van schulden, gemeten als de schuld gedeeld door het algemene prijsniveau, daalt met de stijging van prijzen. Dit is gunstig voor schuldenaren, zoals overheden, en bedrijven en huishoudens met hoge (hypotheek)schulden. Zij hoeven immers in de toekomst relatief minder terug te betalen bij hogere prijzen, omdat de euro's minder waard zijn. Voor de schuldenaren is echter ook de groei van het inkomen van belang, zoals lonen voor huishoudens. Als lonen niet meestijgen met hogere prijzen, kan de schuld relatief minder waard zijn, maar tegelijkertijd is ook het reële loon – loon gecorrigeerd voor prijzen – lager. Daarentegen zijn hogere prijzen voor schuldeisers nadelig, omdat zij in de toekomst relatief minder terugkrijgen. Dat geldt bijvoorbeeld voor banken maar ook voor andere kredietverstrekkers, en dit kan tot verliezen leiden.

Het effect van stijgende prijzen op de schuldenlast hangt ook af van de rente en looptijden van schulden. Wanneer bijvoorbeeld een huishouden op korte termijn de hypotheek moet vernieuwen, en vanwege de inflatie ook rentes zijn meegestegen, kan de betaalbaarheid afnemen door hogere hypotheeklasten (zie ook de nevenpublicatie). Ditzelfde geldt voor de schulden van bedrijven en overheden; zo heeft de Nederlandse overheid te maken gehad met hogere rentelasten voor de herfinanciering van de schuld, hoewel de schuldquote laag was (zie hoofdstuk 8).¹³ Voor banken kan een hogere rente ook voordelig uitpakken, als zij de ontvangen rente op leningen verhogen en de financieringskosten van banken laag blijven.

De financiële risico's van de hogere prijzen voor huishoudens lijken vooralsnog mee te vallen, mede vanwege loonontwikkelingen en overheidssteun. Zo zijn lonen in het derde kwartaal van 2022 met ongeveer 5% gestegen in Nederland (zie figuur 3), heeft de overheid een ruime tegemoetkoming voor de energiekosten aan huishoudens verstrekt en is een prijsplafond op energieprijzen doorgevoerd. Deze factoren dragen eraan bij dat de bestedingsruimte voor huishoudens slechts beperkt is afgenomen, of zelfs is toegenomen. Tegelijkertijd zorgen ze ervoor dat de capaciteit van huishoudens om leningen terug te betalen niet onder druk is komen te staan. De gevolgen voor de terugbetaalcapaciteit op de langere termijn zijn echter sterk afhankelijk van de verdere prijsontwikkelingen, loonontwikkelingen en (het afbouwen van) overheidssteun.

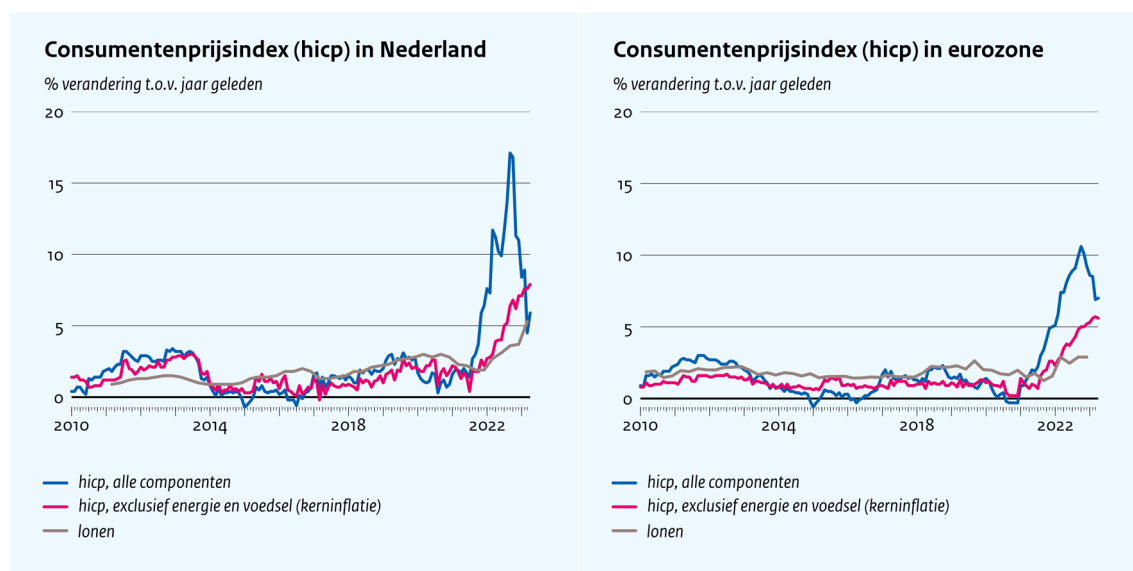
¹¹ In het Centraal Economisch Plan (CEP) van maart 2023 wordt meer aandacht besteed aan de prijsontwikkelingen in Nederland ([link](#)).

¹² Er zijn verschillende maatstaven voor inflatie, die ook verschillende meetmethoden hanteren, zie bijvoorbeeld de CPB-blog *Wil het echte inflatiecijfer opstaan?*, 10 november 2022 ([link](#)). Dit bemoeilijkt de vergelijking van inflatieontwikkelingen.

¹³ Zie bijvoorbeeld het FD-artikel *Rentelasten van de overheid fors omhoog*, 21 november 2022 ([link](#)) en de toelichting op de miljoenennota van 2022 ([link](#)).

De terugbetaalcapaciteit van bedrijven lijkt vooralsnog niet in het geding te zijn, vooral door het aanpassingsvermogen aan de gestegen energieprijzen. Als bedrijven niet meer in staat zijn om de leningen terug te betalen, kunnen er verliezen optreden bij kredietverstrekkers. De mate waarin de gestegen energieprijzen de terugbetaalcapaciteit onder druk zetten, hangt echter sterk af van het aanpassingsvermogen van bedrijven. Ze kunnen bijvoorbeeld energiebesparende maatregelen hebben doorgevoerd of gestegen kosten hebben doorberekend aan klanten. Er zijn tekenen dat Nederlandse bedrijven in staat zijn geweest om deze aanpassingen te doen.¹⁴ Het CBS rapporteerde over het vierde kwartaal van 2022 opnieuw meer winst bij niet-financiële bedrijven.¹⁵ Verder is voor het Nederlandse midden- en kleinbedrijf (mkb) het steunprogramma Tegemoetkoming Energiekosten (TEK) ingevoerd om hulp te bieden bij de gestegen energiekosten. Deze factoren dragen bij aan een afname van financiële risico's die vanuit bedrijven kunnen ontstaan.¹⁶ Een stijging van faillissementen verhoogt het risico op verliezen bij financiële instellingen, al is het niveau in historisch perspectief nog steeds laag. In hoofdstuk 7 besteden wij meer aandacht aan de financiële positie van bedrijven.

Figuur 3 De kerninflatie in Nederland (links) en de eurozone (rechts) is nog steeds hoog, terwijl lonen ten dele zijn meegestegen



Bron: hicp (Eurostat, [link](#)), cao-lonen Nederland (CBS, [link](#)) en onderhandelde lonen eurozone (ECB, [link](#))

De Europese Centrale Bank (ECB) versnelde het verkrappend beleid als reactie op de gestegen prijzen. Het mandaat van een centrale bank is het garanderen van prijsstabiliteit. Het belangrijkste instrument van de centrale bank is de beleidsrente, waarmee de kredietverlening van banken beïnvloed kan worden. Vanwege de opgelopen prijzen is de beleidsrente verhoogd van 0,75% in juli 2022 tot 4% in mei 2023.¹⁷ Het directe gevolg hiervan is dat de (her)financieringskosten van banken toenemen en kredietverlening daardoor kan afnemen. Tegelijkertijd wordt het opkoopprogramma met 15 mld euro per maand afgebouwd tussen maart en juni 2023.¹⁸ Daarna wordt niet meer in aflopende obligaties geherinvesteerd,¹⁹ waardoor de rente op obligaties als overheidsschulden kan toenemen (zie hoofdstuk 8). Verder loopt ook de relatief goedkope financiering voor

¹⁴ Dit blijkt uit de CPB-publicatie *Simulatie energieprijzen en bedrijfswinsten*, 20 april 2023 ([link](#)).

¹⁵ Zie het CBS-artikel *Niet-financiële bedrijven boeken opnieuw meer winst*, 24 maart 2023 ([link](#)).

¹⁶ Zie de beslisnota over de Tegemoetkoming Energiekosten (TEK), 2 februari 2023 ([link](#)).

¹⁷ De beleidsrente heeft hier betrekking op de rentestand voor de *marginal lending facility*, wat gehanteerd wordt als voornaamste beleidsrente door de ECB ([link](#)).

¹⁸ De ECB heeft de afbouw van de aankoopprogramma's aangekondigd op de beleidsvergadering van 2 februari 2023 ([link](#)).

¹⁹ Dit betreft de aankondiging in de beleidsvergadering van de ECB van 4 mei 2023 ([link](#)).

banken af die verstrekt is met de *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTROs).²⁰ Zo staat er nog voor ongeveer 640 mld euro open. Dit bedrag moet voor het einde van 2023 worden afgelost.²¹ Het herfinancieren van deze schulden zal tegen hogere rentes zijn en zal daarmee druk zetten op de winstgevendheid. Deze beleidsmaatregelen zijn inherent aan het mandaat om prijsstabiliteit te garanderen, maar kunnen wel risico's voor de financiële sector met zich meebrengen. Het is echter de vraag of deze maatregelen voldoende zijn om inflatie te beteugelen.

Onvoldoende ingrijpen tegen hoge inflatie levert risico's op. Wanneer een centrale bank de prijsdruk niet voldoende kan verlagen via een afname in kredietverlening door banken, en de verwachtingen van huishoudens en bedrijven zich hierop aanpassen, kan de inflatie nog verder stijgen. Door verder stijgende prijzen kan er meer druk komen te staan op de terugbetaalcapaciteit van huishoudens, bedrijven en overheden. Onvoldoende ingrijpen kan het vertrouwen in de centrale bank doen afnemen. Hierdoor kunnen verwachtingen verder af komen te liggen van de doelstelling – 2% inflatie – van de centrale bank. Hoewel deze zogenoemde ontankering nog niet heeft plaatsgevonden,²² kan die in de toekomst alsnog optreden. Dan wordt het voor de centrale bank moeilijker om inflatie te beteugelen. Dit kan effect hebben op de beprijzing van financiële activa, waardoor er mogelijk verliezen worden geleden bij financiële instellingen.

Er zitten echter ook risico's aan te hard op de rem trappen door centrale banken. Door het verhogen van de rente kunnen opgebouwde risico's voor de financiële stabiliteit zich materialiseren, zoals de huidige onrust in de bancaire sector laat zien. Het verhogen van de beleidsrentes heeft tot gevolg dat de financieringskosten van banken toenemen. Dit is vooral knellend wanneer de rentes op verstrekte leningen niet meestijgen, doordat deze voor langere tijd vaststaan (zoals reeds verstrekte hypotheekleningen met vaste rente). Dit is een risico voor de financiële stabiliteit als het tot verliezen leidt bij banken. Hierdoor kunnen banken ook beslissen om minder leningen te verstrekken, waardoor bestedingen en investeringen mogelijk worden teruggeschroefd;²³ dit vergroot het recessierisico (zie hoofdstuk 6). Daarnaast is er een direct risico voor de financiële stabiliteit als de financiële condities te snel verkrappen en daardoor afwaardering van vastrentende financiële activa (zoals obligaties) plaatsvindt. Wanneer financiële instellingen een deel van de activa (moeten) verkopen, zal dit tot verliezen leiden; dit vond ook plaats bij de Silicon Valley Bank (SVB) en de First Republic Bank en heeft tot zorgen geleid over de financiële positie van Credit Suisse (zie hoofdstuk 5).

Het ingrijpen door centrale banken op de recente bankenstress kan risico's op termijn vergroten. In reactie op de bankenstress hebben de Federal Reserve (Fed) en ECB ingegrepen door kredietlijnen open te stellen, en in het geval van de Fed ook door de grens van depositogaranties te verhogen. Deze maatregelen kunnen er ook toe leiden dat de financiële stabiliteit op de langere termijn in het geding komt. Financiële instellingen kunnen bijvoorbeeld meer risicobereidheid tonen, zodra de verwachting is dat zij bij financiële problemen door de centrale bank ondersteund zullen worden (zogenoemd moreel risico).²⁴

De onzekerheid over het toekomstige pad van het prijsniveau en monetair beleid kan meer volatiliteit op financiële markten teweegbrengen. Vanwege de problemen bij SVB, andere Amerikaanse banken en Credit Suisse zijn er twijfels ontstaan over in welke mate monetair beleid verder kan verkrappen zonder dat financiële instellingen in de problemen komen.²⁵ Onzekerheid over een ingreep van de centrale bank om inflatie te

²⁰ Zie de beslissing van de ECB tot aanpassing van de TLTRO-modaliteiten van 27 oktober 2022 ([link](#)).

²¹ Dit betreft de *outstanding amounts* binnen de verschillende TLTRO III-tenders die in 2023 aflopen ([link](#)), na de aangekondigde vervroegde aflossing per 29 maart 2023 ([link](#)).

²² Dit blijkt bijvoorbeeld uit de stabiele waarde van de *Survey of Professional Forecasters* van de ECB ([link](#)) en het ABN AMRO-rapport van 21 april 2022 voor de marktverwachting (5y/5y swap) ([link](#)).

²³ Zie bijvoorbeeld het FD-artikel *Bancaire onrust maakt geld lenen lastiger en vooral duurder*, 27 maart 2023 ([link](#)).

²⁴ Zie een beschrijving van deze mechanismen in het MeJudice-artikel *Uitdijend bankenvangnet geeft meer risico morgen*, 21 maart 2023 ([link](#)).

²⁵ Zie het Financial Times-artikel *Financial turmoil complicates central banks' focus on inflation*, 22 maart 2023 ([link](#)).

beteugelen zorgt ook voor meer onzekerheid over toekomstige inkomensstromen en discontovoeten (zie hoofdstuk 3).²⁶ Hierdoor staat er druk op de netto-rente-inkomsten van banken. Ook zijn herwaarderingen van financiële activa mogelijk, die tot verliezen bij financiële instellingen kunnen leiden. Vervolgens kan dit via de afwikkeling van financiële derivaten tot verdere liquiditeitsproblemen leiden, bijvoorbeeld op het gebied van *margin calls*: bij de afwikkeling van financiële derivaten moet in dit geval meer onderpand worden gestort.²⁷

Een ander risico is dat er spaartegoeden bij banken worden weggehaald. Deze spaartegoeden kunnen bijvoorbeeld naar geldmarktfondsen worden overgeheveld, die minder streng gereguleerd zijn dan banken. Er zijn vooralsnog geen signalen dat dit in groten getale plaatsvindt in Nederland.²⁸ Meer onzekerheid leidt ook tot hogere financieringskosten voor financiële instellingen; het is immers risicovoller om in dat geval kredieten te verstrekken, waardoor investeerders een hogere compensatie (rente) zullen vragen. Dit zet druk op de winstgevendheid wanneer deze kosten niet worden doorberekend aan klanten. Financiële instellingen kunnen deze rentegerelateerde risico's ook afdekken met derivaten, al is het op basis van publieke data niet mogelijk in kaart te brengen in hoeverre dit het geval is.

Hogere rentes zetten druk op de woningmarkt en beperken de beschikbaarheid van financiering voor huishoudens en bedrijven. De hypotheeklasten voor nieuwe hypotheeknemers nemen toe met de hogere rentes, waardoor de leenruimte voor huishoudens daalt.²⁹ Door de lagere leenruimte neemt eveneens de vraag naar huizen af, en daardoor dalen woningprijzen. Hoewel dalende woningprijzen voordelig zijn voor de betaalbaarheid van een eigen woning, neemt de betaalbaarheid tegelijkertijd juist af door de hogere hypotheeklasten; de leennormen gaan hierdoor meer knellen.³⁰ Bij een (gedwongen) verkoop van de woning kan vooral een restschuld overblijven voor huiseigenaren die recent een woning hebben gekocht of de hypotheek opnieuw hebben afgesloten (zie de nevenpublicatie).

De verslechterde financieringscondities bij hogere rentes voor huishoudens en bedrijven raken niet alleen de woningmarkt. Zo toont figuur 4 bijvoorbeeld dat met name in het eerste kwartaal van 2023 banken hebben aangegeven dat de kredietstandaarden³¹ krappere zijn geworden voor hypotheekleningen, dit kan komen door de dalende huizenprijzen. Dat lijkt in mindere mate het geval te zijn voor bedrijfsleningen en consumentenkredieten. Deze krappe leenstandaarden komen vooral doordat banken meer risico's voor de toekomst zien (risicoperceptie).

Hogere rentes kunnen daarentegen op termijn positief uitpakken voor banken. Nederlandse banken hebben over 2022 de netto-rente-inkomsten weten te vergroten. ING rapporteerde netto-rente-inkomsten van 13,8 mld over 2022 (13,1 mld in 2021), ABN 5,4 mld (5,2 mld in 2021), en de Rabobank 9,1 mld (8,4 mld in 2021).³² Dit komt vooral doordat er nog genoten kon worden van goedkope financiering, bijvoorbeeld via de *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTROs), terwijl de kosten van klanten om leningen te verkrijgen verder zijn gestegen. Een deel van deze leningen ligt echter voor een langere termijn vast – zoals hypotheekleningen – waardoor er op korte termijn minder van dit voordeel geprofiteerd kan worden.

²⁶ Dai, M. en E. Spyromitros, 2012, A note on monetary policy, asset prices, and model uncertainty, *Macroeconomic Dynamics*, vol. 16, nr. 5, pag. 777–790.

²⁷ Zie bijvoorbeeld het ESRB-rapport *Liquidity risks arising from margin calls*, juni 2020 ([link](#)).

²⁸ Zie bijvoorbeeld het FD-artikel *Europese banken zagen klanten in februari meer geld weghalen dan ooit*, 4 april 2023 ([link](#)).

²⁹ De leennorm gebaseerd op de capaciteit van huishoudens om hypotheeklasten te dragen, een zogenoemde *debt-service ratio*, kan daardoor leiden tot een lagere mogelijke lening. Zie voor meer toelichting op de leennormen op basis van financieringslasten van het Nibud-artikel *Nibud: wijzigingen financieringslastpercentages 2023 vallen mee*, 3 november 2022 ([link](#)).

³⁰ Het DNB-artikel *Financieringsruimte en huizenprijzen* van 3 mei 2023 beschrijft dat voor de recente stijging van hypotheekrentes en dalende huizenprijzen de financieringsruimte juist was toegenomen ([link](#)).

³¹ Kredietstandaarden betreffen de interne richtlijnen of criteria van banken om een lening te verstrekken. Dit omvat bijvoorbeeld in hoeverre de financieringskosten van de bank zelf kunnen resulteren in minder gunstige leenvoorwaarden voor huishoudens of bedrijven. De voorwaarden van de lening, zoals de rente, vallen hier niet onder (ECB bank lending survey toelichting, [link](#)).

³² Zie de jaarverslagen over 2022 van ING ([link](#)), ABN AMRO ([link](#)) en de Rabobank ([link](#)).

De mate waarin de hogere rente-inkomsten nog mogelijk zijn, hangt ook af van de herfinancieringskosten van banken. Zo heeft ING voor het vierde kwartaal van 2022 een negatief effect ter grootte van 315 mln euro ingeboekt als gevolg van vervroegde TLTRO-aflossingen.³³ Een stijging van de (her)financieringskosten zet druk op de netto-rente-inkomsten, als de ontvangen rentes in mindere mate meestijgen. Aanvankelijk stond er juist druk op de netto-rente-inkomsten door de lage rentes. Dat kwam doordat banken terughoudend waren de rente op bijvoorbeeld spaartegoeden negatief te laten worden (de *zero lower bound*), terwijl de rentes op nieuwe leningen aan het dalen waren. De hogere rente kan op termijn dus juist meer ruimte geven om ook de netto-rente-inkomsten te laten stijgen.

De hogere rente kan er echter ook toe leiden dat niet- of minder-levensvatbare bedrijven moeilijker aan leningen kunnen komen. Deze bedrijven zijn namelijk door de lage rente mogelijk langer overeind gebleven, doordat ze de lage financieringskosten konden dragen.³⁴ Hoewel een afname van niet- of minder-levensvatbare bedrijven op de korte termijn verliezen kan opleveren voor banken, zorgt het voor een gezonder portfolio aan bedrijfsleningen op de langere termijn en dat productiefactoren (zoals werknemers) bij levensvatbare en productieve bedrijven terechtkomen.³⁵

Ook voor andere financiële instellingen kunnen hogere rentes positief uitpakken. Zo zijn dekkingsgraden van pensioenfondsen gestegen door hogere rentes, ondanks een sterke toename in verkopen van beleggingen vanwege onderpandverplichtingen (*margin calls*).³⁶ De dekkingsgraden stijgen bij hogere rentes, omdat de toekomstige verplichtingen bij een hogere rente in waarde afnemen.³⁷ Dit geldt ook voor de solvabiliteitsratio's van verzekeraars, al is de mate waarin ook afhankelijk van de uit te keren verzekeringen.³⁸ Hogere rentes kunnen ook de rendementen op investeringen van financiële instellingen opstuwten, vooral wanneer bezittingen met een vast rendement en lange looptijd worden aangeschaft. De rente-inkomsten nemen hierdoor toe. Dit geldt bijvoorbeeld voor pensioenfondsen die veel vastrentende bezittingen hebben.³⁹

³³ Voor het vierde kwartaal van 2022 bedroeg de negatieve impact 315 mln euro voor ING, terwijl er voor heel 2022 een min van 87 mln is genoteerd. Over de eerste kwartalen van 2022 heeft ING nog een netto-rente-inkomsten gehad over de relatief goedkope TLTRO-financiering ([link](#)).

³⁴ Acharya et al. (2021) laten bijvoorbeeld zien dat juist met accommoderend monetair beleid er meer niet-levensvatbare bedrijven in stand worden gehouden (Acharya, V., S. Lenzu en O. Wang, 2021, *Zombie lending and policy traps*, working paper 29606, Cambridge: National Bureau of Economic Research ([link](#))).

³⁵ In hoeverre dit optreedt hangt af van de bereidheid van banken om verliezen te nemen, en of zij leningen aan niet-levensvatbare bedrijven doorrollen. Een overzicht van theoretische, internationale en historische inzichten over leningen aan niet-levensvatbare bedrijven (zogenoemde zombies), is bijvoorbeeld te vinden in: Acharya, V., M. Crosignani, T. Eisert en S. Steffen, 2022, *Zombie lending: Theoretical, international, and historical perspectives*, *Annual Review of Financial Economics*, vol. 14, pag. 21–38.

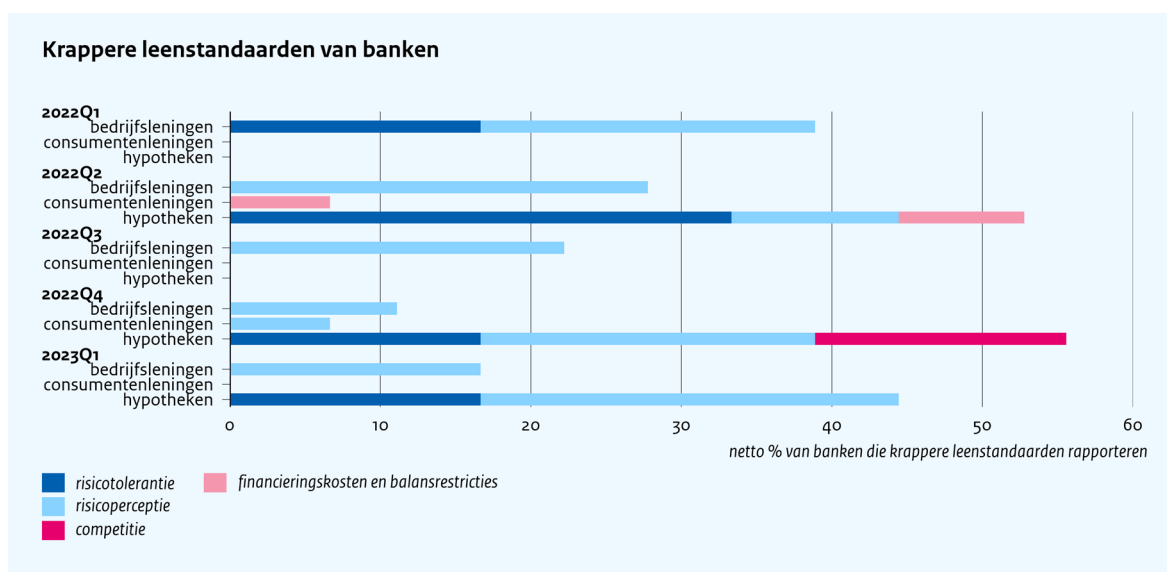
³⁶ Vanwege de gestegen rente moeten pensioenfondsen meer onderpand inleggen voor zogenoemde *margin calls*. Uit een DNB-artikel van 8 september 2022 bleek dit om een recordbedrag te gaan van 88 mld euro in de eerste helft van 2022 ([link](#)).

³⁷ Dit komt doordat de verplichtingen meer worden verdisconteerd bij een hogere rente.

³⁸ Broeders, D., F. de Jong en P. Schotman, 2016, *Interest rate models for pension and insurance regulation*, Netspar Industry Series, nr. 56 ([link](#)).

³⁹ Zie bijvoorbeeld de CPB Risicorapportage Financiële Markten 2020 ([link](#)), waar is getoond dat de beleggingen van pensioenfondsen voor een groot deel bestaan uit vastrentende obligaties (zoals staatobligaties). Voor Nederlandse pensioenfondsen is de gemiddelde looptijd van vastrentende bezittingen ongeveer acht jaar, zie DNB statistieken voor het vierde kwartaal van 2022 ([link](#)).

Figuur 4 Kredietstandaarden voor bedrijven en huishoudens zijn krappere geworden



Figuurnoot: Een hogere score houdt in dat de kredietstandaarden meer zijn verkrappt. De data van de *bank lending survey* hebben betrekking op de kredietstandaarden in het vorige kwartaal. De data zijn terug te vinden bij de ECB statistical datawarehouse ([link](#)). Bron: ECB Bank Lending Survey (BLS).

Een ander risico is dat centrale banken zelf met verliezen te maken krijgen,⁴⁰ en dat deze gedekt moeten worden door overheden. Met name in landen met hoge overheidsschulden kan dit extra druk zetten op de schuldhoudbaarheid. Enerzijds worden de opkoopprogramma's afgebouwd, met mogelijk lagere opbrengsten uit de verkoop van obligaties dan dat ze aangekocht zijn. Anderzijds betalen centrale banken meer geld aan banken voor het stallen van hun deposito's. Voor Nederland schat DNB de verliezen door deze factoren op ongeveer 9 mld euro; dit wordt vooral gedreven door de kosten op gestalde deposito's.⁴¹ Deze (mogelijke) verliezen voor nationale centrale banken moeten, na het inzetten van financiële buffers, op termijn worden gedragen door de nationale overheden in het eurogebied.⁴² Als het aanvullen van kapitaal van de centrale bank ook kan plaatsvinden via verlaagde winstuitkeringen in de toekomst, hoeft de overheid niet bij te storten, maar ontvangt zij minder via winstdeling. Daarnaast heeft de Nederlandse overheid in Europees perspectief een lage schuld (zie hoofdstuk 8). Daardoor kunnen eventuele verliezen gemakkelijker gedragen worden. Voor landen met al hoge overheidsschulden kan het opvangen van mogelijke verliezen moeilijker zijn. In voorgaande jaren heeft de Nederlandse overheid overigens juist voordeel gehad van de opkoopprogramma's, zowel via het ontvangen van winsten van DNB, als via de lagere rentelasten op de Nederlandse overheidsschuld. De economische krimp tijdens de coronacrisis is daardoor beperkt gebleven.⁴³

⁴⁰ Bell, S. M. Chui, T. Gomes, P. Moser-Boehm en A. Pierres Tejada, 2023, Why are central banks reporting losses? Does it matter? *BIS Bulletin*, nr. 68, Bazel: Bank for International Settlements ([link](#)).

⁴¹ DNB heeft in september 2022 het ministerie van Financiën op de hoogte gebracht van de kapitaalpositie, en de impact van de rentestanden voor de financiële buffers ([link](#)).

⁴² Zie bijvoorbeeld het ECB-bericht *Profits and losses of the ECB and the euro area national central banks: where do they come from?*, 23 februari 2023 ([link](#)) en het ECB Occasional Paper *Profit distribution and loss coverage rules for central banks*, april 2016 ([link](#)).

⁴³ DNB schat dat de Nederlandse overheid circa 28 miljard euro heeft bespaard vanwege de lage rente. Dit staat in het DNB-artikel *DNB verwacht verslechtering kapitaalpositie*, 20 september 2022 ([link](#)).

5 Onrust in de bankenwereld

In maart dit jaar ontstond tumult in de internationale bankenwereld toen een aantal banken in de Verenigde Staten te maken kreeg met liquiditeits- en vervolgens ook solvabiliteitsproblemen. Spaarders van Silicon Valley Bank (SVB)⁴⁴ zagen de marktwaarde van de obligatieportefeuille flink dalen door de recent gestegen rente waartegen de bank zich niet verzekerd had.⁴⁵ Daarnaast was zo'n 94% van SVB's spaargelden niet gedekt door het Amerikaanse depositogarantiestelsel.⁴⁶ Spaarders werden hierdoor zenuwachtig en probeerden hun tegoeden op te nemen. Als gevolg werd de bank gedwongen een deel van haar obligatieportefeuille tegen een verlies te verkopen. Tevergeefs deed SVB een poging tot aandelenemissie. Al snel ontketende zich een *bankrun*, waarin sociale media een katalyserende rol speelden.⁴⁷ Omdat de bank niet in staat was om haar spaarders terug te betalen, werd ze failliet verklaard en overgenomen door de *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC). De problemen bleven niet beperkt tot SVB: in de dagen die volgden werd ook Signature overgenomen en kondigde Silvergate afwikkeling van haar activiteiten aan.⁴⁸ Ook bij First Republic Bank onttrokken bezorgde spaarders hun tegoeden.⁴⁹ Een lening van 30 mld dollar, verstrekt door een groep Amerikaanse grootbanken, bleek uiteindelijk niet voldoende om deze bank overeind te houden.

De snelheid waarmee de onrust oversloeg op andere financiële instellingen toont het belang van voldoende kapitalisatie en vertrouwen in het goed functioneren van het bankwezen. In deze periode ontstond er veel onrust op financiële markten, met flinke koersdalingen voor andere banken tot gevolg.⁵⁰ Om deze onrust te temperen, kondigde de Amerikaanse overheid aan dat alle spaartegoeden, ook die boven de grens van 250.000 dollar, gegarandeerd zouden worden en dat liquiditeit zou worden verstrekt tegen zeer gunstige voorwaarden aan banken met financiële problemen. De onrust bleef niet beperkt tot de VS. Credit Suisse (CS), de Zwitserse grootbank die al tijden geplaagd werd door schandalen en slecht renderende investeringen, kwam in zwaar weer terecht toen grootaandeelhouder Saudi National Bank aankondigde geen kapitaal meer te willen verstrekken. Ook bij CS onttrokken spaarders en masse hun geld.⁵¹ Een noodlening van 50 mld Zwitserse frank, verleend door de Zwitserse centrale bank, bleek niet voldoende te zijn en CS werd uiteindelijk met steun van de Zwitserse overheid overgenomen door UBS.

De problematiek zal zich bij Nederlandse banken minder snel voordoen. Ten eerste is in Nederland ongeveer 60% van de deposito's verzekerd, wat vergelijkbaar is met het aandeel in andere Europese landen (zie figuur 5).⁵² Hierdoor is het risico dat spaarders hun geld plots zullen opnemen aanzienlijk kleiner dan bij de eerdergenoemde Amerikaanse banken. Daarnaast dekken banken het renterisico grotendeels af en is hiermee

⁴⁴ Deze groep spaarders was voornamelijk afkomstig uit de technologie sector. Zie voor een analyse het Washington Post-artikel *These companies had billions of dollars at risk in Silicon Valley Bank*, 15 maart 2023 ([link](#)).

⁴⁵ Door de *maturity mismatch* bij banken (d.w.z. kortetermijnfinanciering versus langetermijnbezittingen) daalt de marktwaarde van bankkapitaal bij stijgende rentes, mits dit risico niet is afgedekt met behulp van derivaten.

⁴⁶ Ultimo 2022 had SVB voor 161 mld dollar aan deposito's in de VS uitstaan, waarvan 152 mld dollar niet was verzekerd. Bron: SVB Call Report, 2022, *Federal Financial Institutions Examination Council* ([link](#)). Het Amerikaanse depositogarantiestelsel valt onder de verantwoordelijkheid van de *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) en garandeert spaargelden tot 250.000 dollar. In Europa, waar het depositogarantiestelsel vooralsnog op nationaal niveau is georganiseerd, ligt deze grens op 100.000 euro.

⁴⁷ Zie Cookson, J.A., C. Fox, J. Gil-Bazo, J.F. Imbet en C. Schiller, 2023, *Social Media as a Bank Run Catalyst*, *SSRN working paper* ([link](#)).

⁴⁸ Bij deze banken speelde daarnaast ook dat veel van hun spaarders uit de cryptowereld hun spaargeld onttrokken.

⁴⁹ Bij First Republic was 68% van de deposito's niet gedekt door de FDIC. Zie First Republic Call Report, 31 december 2022, *Federal Financial Institutions Examination Council* ([link](#)).

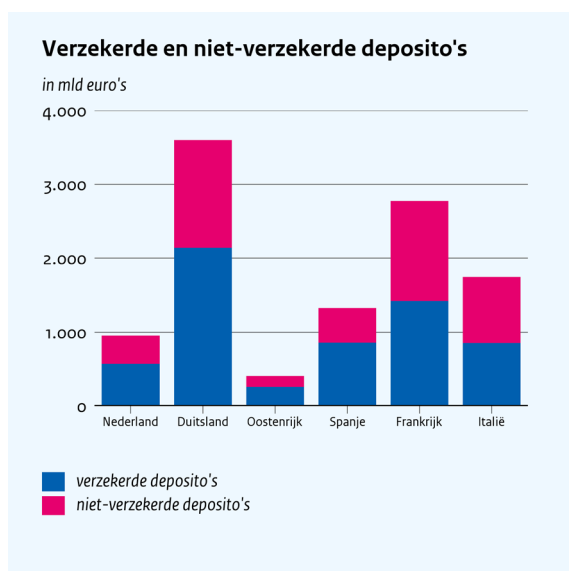
⁵⁰ De S&P 500 Financials (VS) en AEX Financials (NL) indices daalden in de periode 6 t/m 17 maart 2023 allebei met zo'n 14% (zie [link](#) en [link](#)).

⁵¹ Zie het Financial Times-artikel *Credit Suisse suffered \$69bn in outflows during first-quarter crisis*, 24 april 2023 ([link](#)).

⁵² Let wel: dit is een gemiddelde voor de eurozone. Het CPB heeft geen toegang tot data van individuele banken.

de impact van renteschommelingen geringer.⁵³ Tot slot is de regelgeving in Europa aanzienlijk strenger dan in de VS. Na de financiële crisis in 2008 is de regelgeving en het toezicht in zowel de VS als Europa aangescherpt. In 2018 is in de VS echter een deel van deze strengere regelgeving teruggedraaid voor middelgrote banken zoals SVB, terwijl dit in Europa niet is gebeurd.⁵⁴

Figuur 5 Verzekerde en onverzekerde bankdeposito's in verschillende Europese landen



Bron: EBA ([link](#)) en ECB ([link](#))

Het is niet uitgesloten dat banken ook in Nederland verliezen op hun obligatieportefeuille moeten realiseren, omdat rentes in Europa ook gestegen zijn. Om een SVB-achtig scenario te benaderen, waarbij een bank plots obligaties tegen een verlies moet verkopen, simuleren wij de gevolgen van een waardedaling van 20% op de bezittingen van staatsobligaties van de eigen overheid voor Nederlandse commerciële banken.⁵⁵ Deze waardedaling van 20% staat ongeveer gelijk aan de prijsdaling van een obligatie die ontstaat bij een looptijd van acht jaar (de gemiddelde looptijd van Nederlands staatspapier) en een stijging van de rente met drie procentpunt. Deze berekening gaat ervan uit dat banken geen renterisico afgedekt hebben en verliezen direct moeten realiseren.⁵⁶ Deze resultaten moeten daarom gezien worden als een *worst-case*-scenario: bij enige afdekking van het renterisico zullen de effecten op de kapitaalpositie van banken al kleiner zijn dan in deze berekening. Wanneer banken hun renterisico niet afdekken, is het ook mogelijk dat stijgende rentes betekenen dat hun financieringskosten voor de korte termijn stijgen, terwijl hun langetermijninkomsten onveranderd blijven, bijvoorbeeld omdat zij vooral hypothecair krediet verstrekken. Ook dit kan leiden tot kapitaalverliezen.

⁵³ Zie DNB's Overzicht Financiële Stabiliteit, najaar 2022 ([link](#)). Eenzelfde boodschap op Europees niveau komt naar voren in de ECB's Financial Stability Review, mei 2022 ([link](#)).

⁵⁴ In 2010 werd in de VS de *Dodd-Frank Act* ingevoerd. Hierdoor werden Amerikaanse banken met meer dan 50 mld dollar bezittingen onderhevig aan strengere regulering en supervisie, zoals een jaarlijkse stresstest om hiermee hun weerbaarheid in economische mindere tijden tegen het licht te houden. In 2018 is deze grens opgeschroefd naar 250 mld dollar, waardoor een bank als SVB (209 mld dollar bezittingen ultimo 2022) onder minder strenge regelgeving kwam te vallen. Zie het Bloomberg-artikel *Sweeping Overhaul of Bank Rules Clears U.S. House*, 22 mei 2018 ([link](#)).

⁵⁵ Hiervoor gebruiken we de methode van Soederhuizen en Teulings, 2018 ([link](#)).

⁵⁶ Voor deze exercitie gebruiken we alleen data over de vier Nederlandse grootbanken. In onze exercitie in hoofdstuk 8, waar we kijken naar de effecten van het afschrijven van de staatsschuld van Zuid-Europese overheden, nemen we ook twee publieke-sectorbanken mee. Omdat de kans dat deze banken met een scenario als SVB te maken krijgen zeer klein is, laten we deze banken uit de steekproef voor deze berekening.

De gevolgen van een afschrijving op de bezittingen van de eigen overheid zijn voor Nederlandse banken beperkt. De waardedaling leidt in totaal tot 2,5 mld aan verliezen, waardoor de gemiddelde kapitaalratio met 0,3 procentpunt daalt (zie tabel 1).⁵⁷ Dus zelfs in het slechtste scenario dat Nederlandse commerciële banken deze verliezen volledig zouden moeten opvangen, en er geen renterisico is afgedekt, zijn de gevolgen zeer beperkt. Ook dit maakt het minder waarschijnlijk dat Nederlandse banken met een soortgelijk scenario als SVB te maken krijgen.

Tabel 1 Gevolgen van een waardedaling van 20% van Nederlandse staatsobligaties voor Nederlandse banken

Steekproef	Blootstelling eigen overheid t.o.v. totale activa	Waardedaling activa in miljarden	Tier 1 kapitaalratio voor schok	Tier 1 kapitaalratio na schok
Commerciële banken	1%	2,5	15,1%	14,8%

De Amerikaanse bankensector kan ook geraakt worden door verliezen op leningen aan bedrijven in de commerciële vastgoedsector; voor banken in Nederland en Europa lijkt dit risico kleiner. De commerciële vastgoedsector in Amerika staat onder druk, omdat schulden moeten worden terugbetaald (ongeveer 1500 mld dollar voor 2025), er veel leegstand is en prijzen dalen.⁵⁸ Vooral kleinere – regionale – banken lijken een aanzienlijke blootstelling te hebben aan deze sector, en kunnen bij verdere prijsdalingen verliezen lijden op hun leningen. In Europa zijn er eveneens tekenen van dalende prijzen bij commercieel vastgoed te zijn,⁵⁹ wat via blootstelling ook een gevaar voor de financiële stabiliteit kan vormen.⁶⁰ In Nederland waren er in het derde kwartaal van 2022 nog geen tekenen van een prijsdaling in commercieel vastgoed; de prijzen waren juist gestegen.⁶¹ In zowel Nederland als Europa is de totale blootstelling van banken aan de commerciële vastgoedsector gering: ongeveer 108 mld euro aan bankleningen aan de vastgoedsector in Nederland (4% van de totale activa) en 1400 mld euro in Europa (5% van totale activa).⁶² De risico's voor de bankensector vanuit de commerciële vastgoedsector lijken voor Nederland en Europa beheersbaar, al kan een toename van leegstanden wel de verliezen opdrijven in het leningenboek van banken. De blootstelling van niet-bancaire financiële instellingen (NBFI's) aan de vastgoedsector is echter minder transparant, en kan door prijsdalingen en daarmee gepaarde verliezen een risico voor de financiële stabiliteit vormen.⁶³

Ten opzichte van andere Europese landen is de uitgangspositie van het Nederlandse bankenwezen relatief sterk, maar de weerbaarheid kan opnieuw op de proef worden gesteld. De bankenwereld is de afgelopen vijftien jaar onderhevig geworden aan strengere regulering en scherper toezicht. Figuur 6 laat zien dat Nederlandse banken relatief goed gekapitaliseerd zijn ten opzichte van andere Europese landen als ook de VS. Daarbij valt op dat de *leverage ratio*, oftewel de niet-*risicogewogen* bankbuffer, over de hele linie genomen

⁵⁷ In hoofdstuk 8 laten we zien dat een waardedaling van soortgelijke omvang van de staatsschuld van Zuid-Europese landen daar tot aanzienlijk grotere kapitaalverliezen leiden.

⁵⁸ Dit blijkt uit het Bloomberg-artikel *A \$1.5 trillion wall of debt is looming for US commercial properties*, 8 april 2023 ([link](#)).

⁵⁹ Zie bijvoorbeeld het Financial Times-artikel *European commercial real estate: the cracks are starting to show*, 10 april 2023 ([link](#)).

⁶⁰ Het ECB Macroprudential Bulletin uit oktober 2022 beschrijft de mogelijke risico's voor de financiële stabiliteit van blootstellingen van banken aan de vastgoedsector ([link](#)).

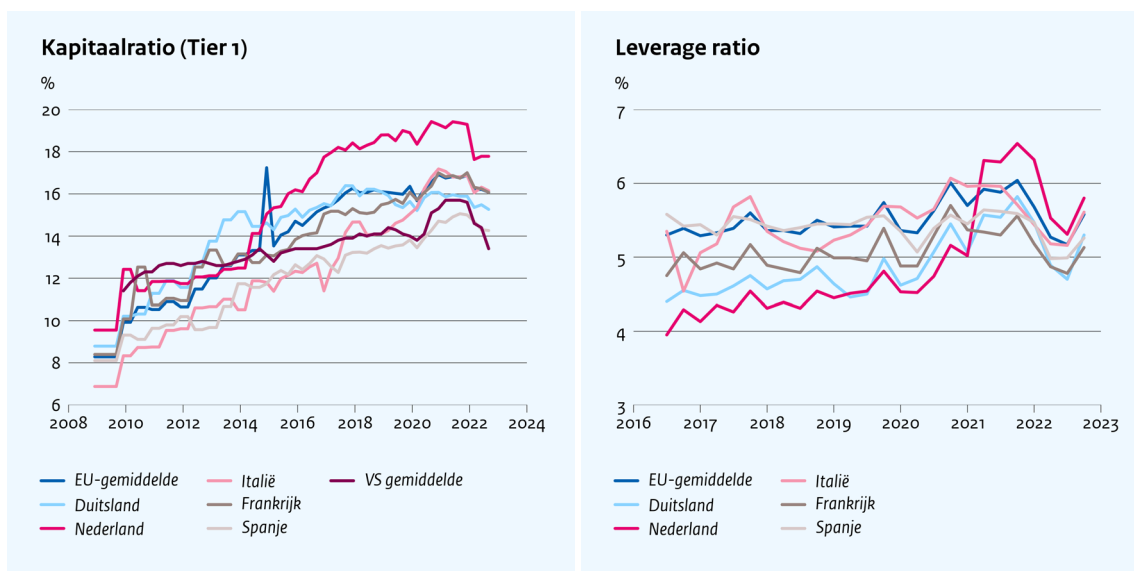
⁶¹ Het CBS rapporteerde de prijzen van commercieel vastgoed voor het derde kwartaal van 2022. Voor verschillende categorieën commercieel vastgoed is een prijsstijging waarneembaar, bijvoorbeeld voor kantoorpanden en winkels ([link](#)).

⁶² De blootstelling van Nederlandse ([link](#)) en Europese ([link](#)) bankensector aan de vastgoedsector komt van de ECB Consolidated Banking Data, alsook de totale activa van Nederlandse ([link](#)) en Europese ([link](#)) banken.

⁶³ Zie bijvoorbeeld de *Financial Stability Review* van de ECB van november 2022 ([link](#)).

vrij laag ligt.⁶⁴ Een eerdere studie van het CPB pleit ook voor hogere kapitaalbuffers.⁶⁵ De liquiditeitspositie uitgedrukt als de *liquidity coverage ratio* geeft aan in welke mate de bank kan voldoen aan plotselinge uitstroom van liquiditeiten, bijvoorbeeld wanneer spaarders verhuizen naar een andere (buitenlandse) bank die een hogere spaarrente aanbiedt.⁶⁶ De liquiditeit van Nederlandse banken ligt ongeveer op het Europees gemiddelde.

Figuur 6 Kapitaalratio en leverage ratio voor Nederlandse banken hoger dan in andere Europese landen



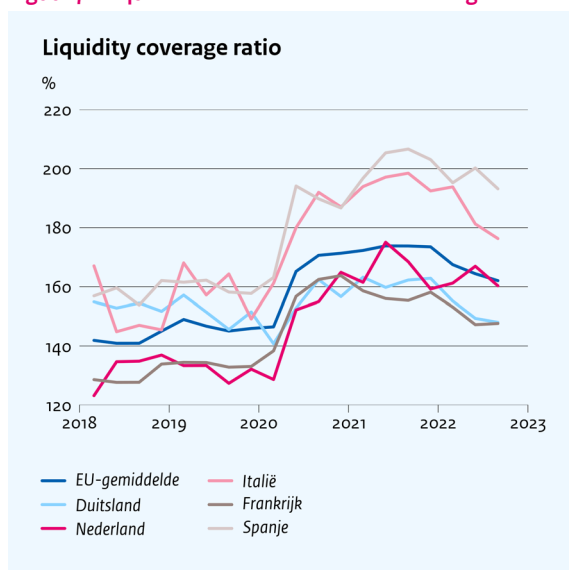
Figuurnoot: Kapitaalratio gewogen naar risicoblootstelling, de leverage ratio is niet-risicogewogen.
Bron: ECB Statistical Data Warehouse en Fred Economic Data

⁶⁴ Bij het vaststellen van de kapitaalratio krijgen staatsobligaties en hypotheeklen gedekt door de Nationale Hypotheekgarantie (NHG) in de regel een risicogewicht van 0%. Ook al worden deze bezittingen als relatief veilig beschouwd, ze zijn nog wel onderhevig aan renterisico wanneer dit niet (volledig) wordt afgedekt. Door ook naar de niet-risicogewogen leverage ratio te kijken, krijgt men een completer beeld van de solvabiliteit.

⁶⁵ Zie Soederhuizen, B., B. Kramer, H. van Heuvelen en Rob Luginbuhl, 2021, *Optimal capital ratios for banks in the euro area*, CPB Discussion Paper, Den Haag: Centraal Planbureau ([link](#)).

⁶⁶ De Nederlandse spaarrentes liggen relatief laag ten opzichte van de eurozone. In maart 2023 bedraagt de gemiddelde spaarrente in Nederland met een opzegtermijn van maximaal drie maanden 0,47%, terwijl dit getal voor de eurozone op 1,21% ligt (bron: ECB Statistical Data Warehouse). Het is dus een denkbaar scenario dat Nederlandse spaarders een deel van hun tegoeden verhuizen naar andere Europese banken die hogere rentes aanbieden.

Figuur 7 Liquiditeit van Nederlandse banken ligt rond het Europese gemiddelde



Bron: ECB Statistical Data Warehouse

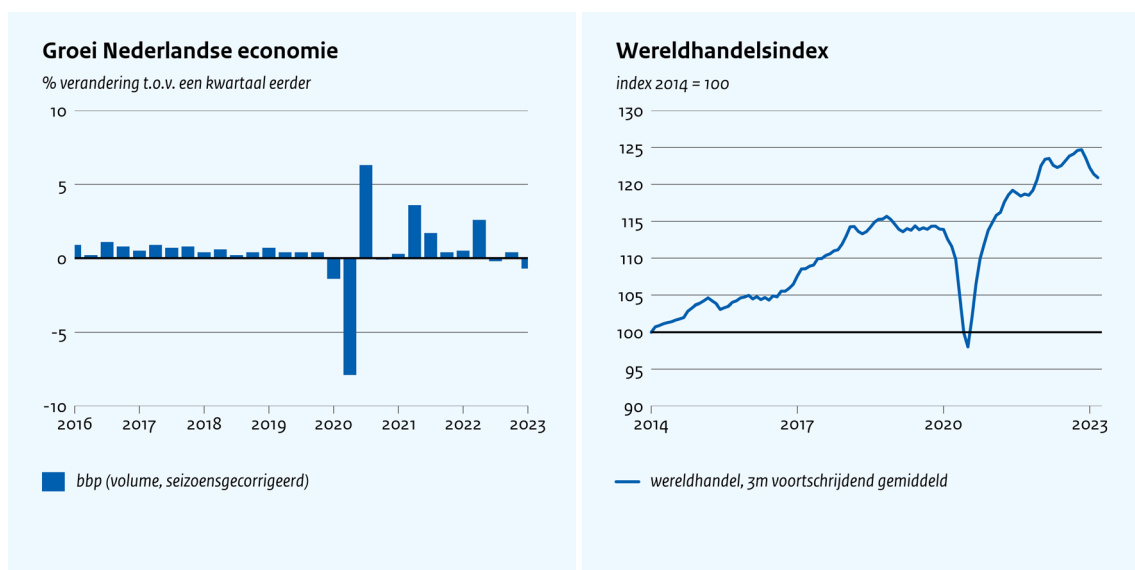
6 Recessierisico's

Een recessie is na de coronacrisis uitgebleven, ondanks de oorlog in Oekraïne en daaropvolgende prijsstijgingen. Na het uitbreken van de oorlog in Oekraïne hebben vooral de gestegen energieprijzen druk gezet op de Nederlandse economie. Deze liet in het vierde kwartaal van 2022 nog een groei zien van 0,4%, maar kromp met 0,7% in het eerste kwartaal van 2023 (zie figuur 8, links). Een recessie is vooralsnog dus uitgebleven, omdat hier pas sprake van is bij twee achtereenvolgende kwartalen van krimp. In de eurozone was sprake van een groei van 0,1% in het eerste kwartaal van 2023.⁶⁷ Het grootste deel van de krimp kan worden verklaard door de afname van de export en de grote mate van onttrekkingen uit de gasvoorraden.⁶⁸ Inmiddels zijn de energieprijzen sinds het hoogtepunt in september 2022 alweer fors gedaald, mede dankzij de milde Europese winter. Toch is de consumptie door huishoudens aan het begin van dit jaar niet gegroeid, terwijl daar het kwartaal ervoor nog wel sprake van was.

⁶⁷ Bron: Eurostat ([link](#)).

⁶⁸ Bron: CBS ([link](#)).

Figuur 8 Recessie in Nederland na coronacrisis uitgebleven (links), maar wereldhandel laat begin 2023 wel een dip zien (rechts)



Bron: CBS ([link](#)) en CPB Wereldhandelsmonitor ([link](#))

De economie kan nog steeds in een recessie belanden. Zoals ook is beschreven in hoofdstuk 3, spelen er momenteel allerlei onzekerheden op macro-economisch vlak. Alhoewel dit het lastig maakt om in te schatten hoe de economische groei zich de komende jaren zal ontwikkelen, lijkt de kans op een (lichte) recessie wel groter dan in andere jaren (m.u.v. de coronacrisis). In de laatste raming van het CPB groeit de Nederlandse economie in 2023 en 2024 weliswaar met respectievelijk 1,6% en 1,4%, toch wordt er ook rekening gehouden met een somberder scenario.^{69,70} De reactie vanuit centrale banken op de hoge inflatie speelt een belangrijke rol bij het verloop van de economische groei (zie hoofdstuk 4). Bij verkrapping van monetair beleid wordt het duurder om te lenen en zwakken de bestedingen en investeringen af, met een daling van de economische groei tot gevolg. Wanneer deze verkrapping te snel gaat, zou dit kunnen doorschieten naar een recessie. Een andere risicofactor is de hoge schuldenpositie die is opgebouwd door zowel overheden als bedrijven tijdens de coronacrisis. Hoewel bedrijven er over het algemeen sterk voor lijken te staan (zie hoofdstuk 7), kan deze schuldenlast voor sommige bedrijven een probleem worden bij financiële schokken. Deze schulden zullen op een gegeven moment afbetaald moeten worden, wat een beslag kan leggen op de financiële middelen die anders geïnvesteerd zouden worden.

Een aantal financieel-economische indicatoren lijken te wijzen op recessiezorgen. Signalen vanuit financiële markten laten zien dat institutionele investeerders meer investeren in veilige producten, uit angst voor een recessie.⁷¹ Daarnaast vertoont de wereldhandelsindex een daling in de eerste maanden van 2023 (zie figuur 8, rechts). Ook een laag consumenten- en producentenvertrouwen kan een indicatie zijn dat huishoudens en bedrijven hun bestedingen en investeringen uitstellen. Na een historisch dieptepunt in september 2022 ligt het consumentenvertrouwen in Nederland nog steeds tamelijk laag.⁷² Het producentenvertrouwen is de laatste periode betrekkelijk stabiel.⁷³

⁶⁹ Zie CPB, *Centraal Economisch Plan 2023*, 9 maart 2023 ([link](#)).

⁷⁰ Het IMF schat de kans op een groei van de wereldeconomie van minder dan 2% in op zo'n 25% – dit is ongeveer twee keer zo veel als in andere jaren. Zie IMF, *World Economic Outlook*, 11 april 2023 ([link](#)).

⁷¹ De maandelijkse fondsmanagerenquête van Bank of America laat zien dat institutionele investeerders vluchten naar veilige obligaties uit angst voor een recessie. Zie het Bloomberg-artikel *Investors Are the Most Bearish on Stocks Versus Bonds Since 2009*, 18 april 2023 ([link](#)).

⁷² Bron: CBS, *Consumentenvertrouwen* ([link](#)).

⁷³ Bron: CBS, *Producentenvertrouwen* ([link](#)).

Door de hoge schulden in de economie kan een onvoorziene recessie een doorwerking hebben op de financiële sector. Tijdens een recessie kan er sprake zijn van fikse afwaarderingen van bezittingen als huizen en aandelen. Dit vindt plaats wanneer het vereiste rendement ten opzichte van veiligere alternatieven (de zogenoemde risicopremie), zoals overheidsobligaties, toeneemt. Omdat deze activa als onderpand dienen voor leningen, zet dit de solvabiliteit van financiële instellingen met een grote schuldpositie op het spel. Ook zal de terugbetaalcapaciteit van bedrijven en huishoudens onder druk komen te staan, waardoor banken meer verliezen moeten nemen (zie hoofdstukken 7 en 9). Bovendien gaat een recessie in de regel gepaard met een hogere mate van volatiliteit.⁷⁴ Dit kan leiden tot een toename in onderpandverplichtingen die bij financiële transacties worden gebruikt. Bij onvoldoende liquide middelen om aan deze verplichtingen te voldoen, zijn financiële instellingen gedwongen om bezittingen te verkopen tegen lage prijzen. Dit kan een negatieve spiraal van paniekverkoop uitlokken. Daarnaast zal er bij een daling van economische activiteit ook minder vraag zijn naar financiële dienstverlening, zoals het afhandelen van betalingen, het begeleiden van beursgangen en het verlenen van krediet. De winstgevendheid van financiële instellingen komt hierdoor onder druk te staan.

Een financiële crisis kan op haar beurt een economische recessie verder verergeren. Naast het feit dat een afname van economische groei impact heeft op de financiële sector, is er ook een effect van de financiële sector op de reële economie. Bij onrust op financiële markten kan de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens plots opdrogen, een zogenoemde *credit crunch*, wat een flinke wissel op de bedrijvigheid kan trekken. Recessies die samenhangen met een financiële crisis zijn over het algemeen dieper en het herstel ervan duurt langer.⁷⁵ De bankencrisis in 2007-2009 is hiervan een treffend voorbeeld.

7 Financiële positie bedrijven

Nederlandse bedrijven hebben een hoge solvabiliteit, waardoor de financiering geen probleem hoeft te zijn. De solvabiliteitspositie van Nederlandse bedrijven is een van de sterkste in de eurozone (zie figuur 9, links). Dit komt doordat, alhoewel Nederlandse bedrijfsschulden als percentage van het bbp erg hoog zijn, hetzelfde nog sterker geldt voor het eigen vermogen. De hoge solvabiliteit wijst erop dat de meeste bedrijven relatief gemakkelijk nieuwe leningen zouden moeten kunnen krijgen. Daarbij zijn het vooral de grotere bedrijven in Nederland die veel schuld op de balans hebben staan en dus afhankelijk zijn van krediet.⁷⁶ Dit is goed nieuws, want juist kleinere bedrijven kunnen in tijden van economische tegenspoed het meest last hebben van inkrimpende kredietverlening.⁷⁷

Ook qua liquiditeit staat het bedrijfsleven er goed voor, waardoor bedrijven goed schokken kunnen opvangen. De liquiditeit van Nederlandse bedrijven is van oudsher hoog, vergeleken met omliggende landen.⁷⁸ Hierdoor zouden bedrijven relatief goed in staat moeten zijn om op eigen kracht financiële

⁷⁴ Zie Danielsson, J., M. Valenzuela en I. Zer, 2018, Learning from history: volatility and financial crises. *The Review of Financial Studies*, vol. 31, nr. 7, pag. 2774–2805 ([link](#)).

⁷⁵ Zie Terrones, M., A. Scott en P. Kannan, G. Asdorjan en E. Oakes, 2009, *From Recession to Recovery: How Soon and How Strong*, IMF World Economic Outlook April 2009, hoofdstuk 3 ([link](#)).

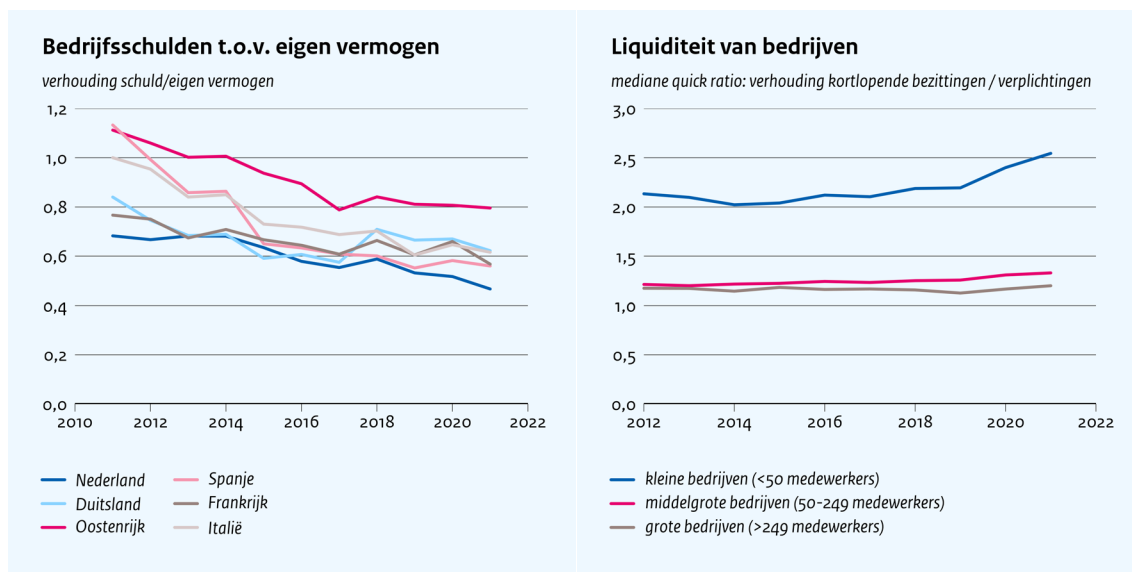
⁷⁶ Dit blijkt uit eerder CPB-onderzoek op basis van microdata: *Assets and liabilities of Dutch non-financial firms*, 23 augustus 2017 ([link](#)); *Spaaroverschot niet-financiële bedrijven: ontwikkeling, oorzaken en gevolgen*, 28 augustus 2014 ([link](#)); *De financiële positie van het midden- en kleinbedrijf in Nederland*, 27 juni 2014 ([link](#)).

⁷⁷ Zie bijvoorbeeld Iyer, R., J.L. Peydró, S. da-Rocha-Lopes en A. Schoar, Interbank Liquidity Crunch and the Firm Credit Crunch: Evidence from the 2007–2009 Crisis, *The Review of Financial Studies*, vol. 27, nr. 1, pag. 347–372 ([link](#)).

⁷⁸ Zie Ciocyste, O., K. Ji en H. Rojas-Romagosa, 2017, *Assets and liabilities of Dutch non-financial firms*, CPB Notitie, Den Haag: Centraal Planbureau ([link](#)).

schokken op te vangen. Figuur 9 (rechts) toont de mediaan van de zogeheten *quick ratio* – een maatstaf van liquiditeit – van Nederlandse bedrijven per grootteklasse. Een *quick ratio* van ruim boven de 1 wordt gezien als gezond, omdat dit betekent dat een bedrijf in staat is om alle kortlopende schulden uit direct aanwendbare middelen af te betalen. Kleine en middelgrote bedrijven hadden in 2021 een doorsnee *quick ratio* van respectievelijk circa 1,2 en 1,33, terwijl bij grote bedrijven de *quick ratio* al jaren boven de 2 ligt.⁷⁹ Dit alles duidt op een sterke liquiditeitspositie van het Nederlandse bedrijfsleven.

Figuur 9 Nederlandse bedrijven hebben een sterke solvabiliteitspositie (links); de schulden die er zijn hebben een lange looptijd (rechts)



Bron: links Eurostat ([link](#)), rechts eigen berekeningen op basis van CBS-microdata (Niet-Financiële Ondernemingen)

De bedrijfskosten nemen toe, maar de meeste bedrijven weten de impact hiervan te beperken.

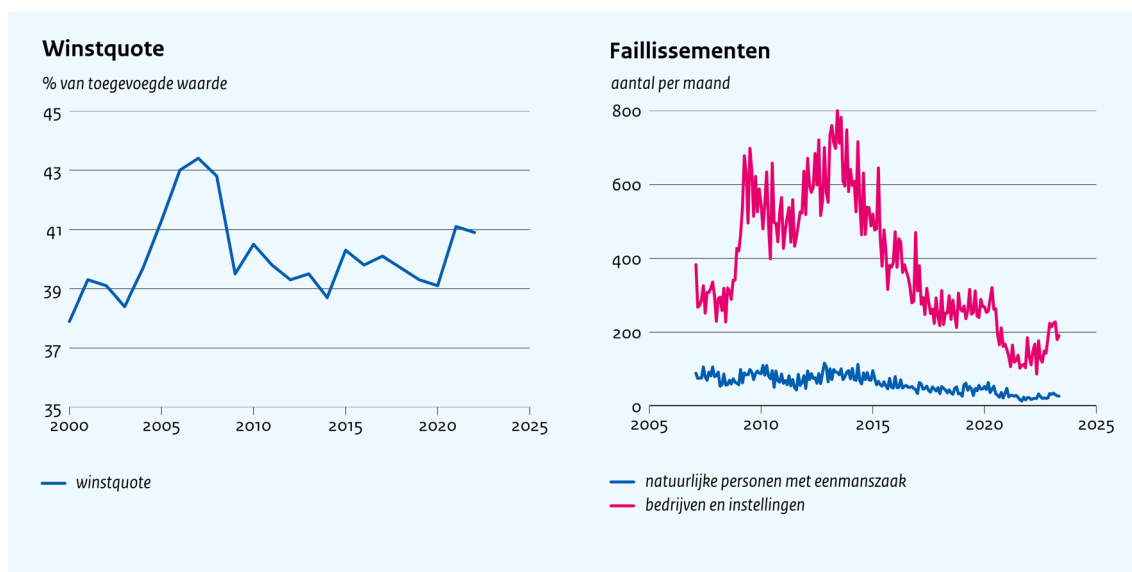
Veranderende economische omstandigheden stuwten bedrijfskosten, zoals energiekosten, financieringskosten en loonkosten, omhoog.⁸⁰ Bovendien kampen sommige bedrijven nog met terug te betalen belastingen uit de coronajaren. In die tijd werd er op grote schaal belastinguitstel verleend. In hoeverre dat problematisch is, hangt af van de financiële uitgangspositie van bedrijven en van hun aanpassingsvermogen. Kunnen bedrijven de stijgende kosten doorberekenen aan hun klanten? Kunnen ze bedrijfsprocessen efficiënter maken of snijden in de kosten? Recent CPB-onderzoek laat zien dat veel bedrijven het afgelopen jaar in staat zijn geweest om flinke energiebesparingen door te voeren en om een groot deel van de gestegen energiekosten af te wentelen op de klanten.⁸¹ Maar wanneer een bedrijf dit allemaal niet kan, is een goede buffer essentieel. Mocht die buffer tekortschieten, dan kunnen de stijgende kosten gevolgen hebben voor de terugbetaalcapaciteit van bedrijven. Dit kan zijn weerslag hebben op financiële instellingen die aan deze bedrijven hebben geleend.

⁷⁹ Er zit wel enig verschil tussen bedrijfstakken. Desalniettemin lag de mediane *quick ratio* van bedrijven in alle (2-digit-)bedrijfstakken in 2021 boven de 1.

⁸⁰ Zie paragraaf 1.4 van de Verdieping bij het Centraal Economisch Plan 2023 ([link](#)) voor meer over prijs- en loonontwikkelingen de komende jaren.

⁸¹ Dit blijkt uit de CPB-publicatie *Simulatie energieprijzen en bedrijfswinsten*, 20 april 2023 ([link](#)).

Figuur 10 Bedrijfswinsten blijven relatief hoog en faillissementen relatief laag



Bron: CBS winstquote ([link](#)) en faillissementen ([link](#))

Bedrijven lijken in staat de schokken op te vangen. Onderzoek van het CPB toont aan dat bedrijven aanzienlijke schokken kunnen opvangen: zo neemt het aantal verlieslatende bedrijven slechts beperkt toe door de energiekostenstijging en lijken de meeste bedrijven goed in staat om de achterstallige belastingen terug te betalen.⁸² Ook op macroniveau zijn er vooralsnog geen tekenen dat de winstgevendheid van bedrijven onderdoet voor eerdere jaren (zie figuur 10, links). Weliswaar is het aantal faillissementen recentelijk licht gestegen,⁸³ maar in historisch perspectief is dit aantal nog steeds erg laag (zie figuur 10, rechts).

Het steunbeleid vanuit de overheid heeft bedrijven geholpen, maar dit gaat wel ten koste van de dynamiek in het bedrijfsleven. Het midden- en kleinbedrijf wordt door de overheid gecompenseerd voor stijgende energiekosten en mogelijke omzetverliezen, in de vorm van de Tegemoetkoming Energiekosten (TEK). Ook tijdens de coronacrisis was er grootschalig steunbeleid. Dit heeft zichtbare gevolgen gehad voor de bedrijvendynamiek in Nederland: in die tijd startten minder nieuwe bedrijven, werden minder bedrijven opgeheven en gingen minder bedrijven failliet.⁸⁴ Ook blijkt dat coronagerelateerd belastinguitstel relatief vaak terecht is gekomen bij bedrijven met een lage productiviteit.⁸⁵ Het steunbeleid heeft daarom mogelijk niet-levensvatbare bedrijven in stand gehouden. Het gevaar bestaat dat de productiviteit blijvende schade oploopt als veel van zulke niet-levensvatbare bedrijven blijven bestaan. Een oplopend aantal faillissementen kan dit corrigeren. Bovendien zal een groot deel van zulke zogeheten ‘zombiebedrijven’ vroeg of laat vanuit gezonde economische dynamiek toch moeten omvallen. Alleen als veel bedrijven tegelijk failliet zouden gaan, vormt dat een risico voor de financiële stabiliteit.

De financiële positie van bedrijven lijkt voor banken vooralsnog geen groot financieel stabiliteitsrisico. Internationaal gezien hebben Nederlandse banken weinig slechte, of niet-presterende, leningen (zie figuur 11, links). Daarnaast zijn Nederlandse banken binnenlands voornamelijk blootgesteld aan Nederlandse

⁸² Zie respectievelijk *Simulatie energieprijzen en bedrijfswinsten*, 20 april 2023 ([link](#)) en het kader ‘Belastinguitstel maakt schuld’ in de Verdieping bij het Centraal Economisch Plan 2023 ([link](#)).

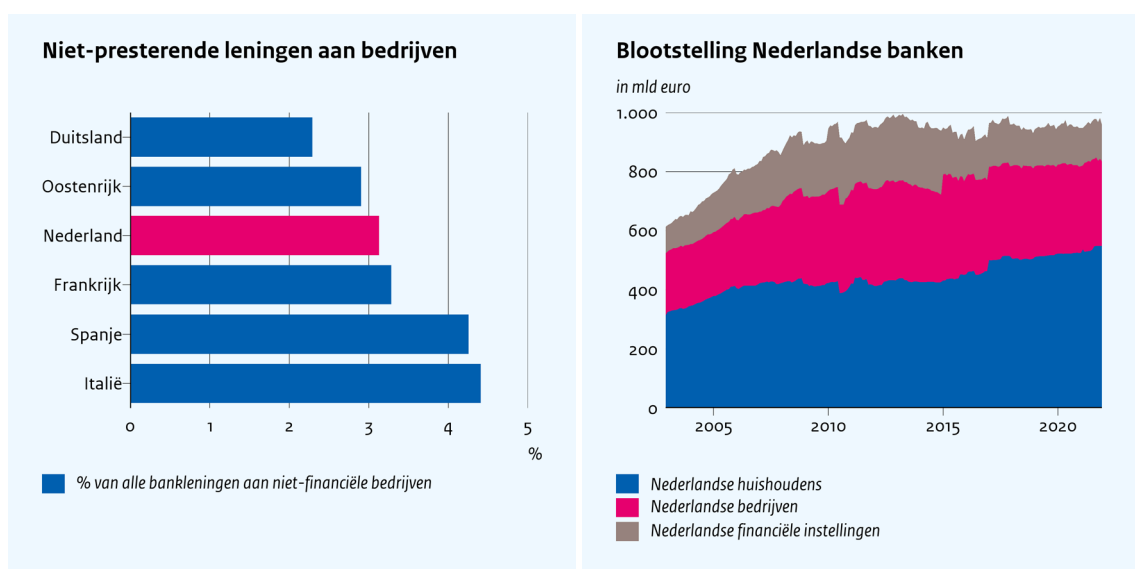
⁸³ Zie bijvoorbeeld de Rechtspraak, *Opnieuw stijging aantal faillissementen*, 13 december 2022 ([link](#)); de Volkskrant, *Stijgende trend faillissementen, onzekerheid in midden- en kleinbedrijf*, 10 oktober 2022 ([link](#)); NOS Nieuws, *De laatste maanden meer bedrijven failliet, na extreem rustige jaren*, 12 januari 2023 ([link](#)); Atradius, *Nederlandse faillissementen stijgen met 79% in 2023*, 30 maart 2023 ([link](#)).

⁸⁴ Zie Fareed, F. en B. Overvest, 2021, *Business Dynamics during the COVID pandemic*, CPB Document, Den Haag: Centraal Planbureau ([link](#)).

⁸⁵ De Winter, J. en B. Pruijt, 2022, *De invloed van het corona steun- en herstellapakket op het Nederlandse bedrijfsleven*, DNB Analyse ([link](#)); Davies, L., M. Kattenberg en B. Vogt, 2023, *Predicting Firm Exits with Machine Learning: Implications for Selection into COVID-19 Support and Productivity Growth*, CPB Discussion Paper, Den Haag: Centraal Planbureau ([link](#)).

huishoudens; de portefeuille bedrijfsleningen is in verhouding kleiner (zie figuur 11, rechts). Het aantal noodlijdende bedrijven zou dus zeer aanzienlijk moeten toenemen voordat dit tot een financieel stabiliteitsrisico leidt.

Figuur 11 Nederlandse banken lopen relatief weinig risico op grote verliezen vanuit bedrijfsschulden



Figuurnoot: Links betreft het gewogen gemiddelde over alle grootbanken per land van het percentage niet-presterende leningen aan niet-financiële bedrijven per juni 2022.

Bron: links eigen berekeningen op basis van data van de Europese bankenautoriteit EBA ([link](#)), rechts DNB ([link](#))

8 Risico's in de eurozone

De schuldquotes en rentes zijn in verschillende landen in de eurozone toegenomen sinds het uitbreken van de coronacrisis, waardoor het risico op een nieuwe schuldencrisis nog steeds aanwezig is. De overheidsschuld als percentage van het bbp, de zogeheten schuldquote, is na een piek tijdens de coronacrisis in de meeste eurozone landen licht gedaald. Deze schuldquotes liggen echter nog steeds hoger dan voor de coronacrisis (zie figuur 13).⁸⁶ Ook liggen zij hoger dan tijdens de financiële crisis van 2007-2011. Mede door het verkrappende beleid van de ECB zijn de rentes op staatsobligaties sinds het begin van 2022 in de gehele eurozone gestegen. Daarnaast is het verschil tussen de rente op een staatsobligatie van Zuid-Europese landen en de rente van een Duitse staatsobligatie nog relatief hoog (zie figuur 12).⁸⁷ Ten opzichte van 2022 is dit renteverskil wel gedaald. Om het renteverskil tussen landen niet al te veel te laten oplopen, koopt de ECB relatief meer staatsobligaties van landen die te maken krijgen met grotere rentestijgingen. Dit is het zogenoemde *Transmission Protection Instrument*.

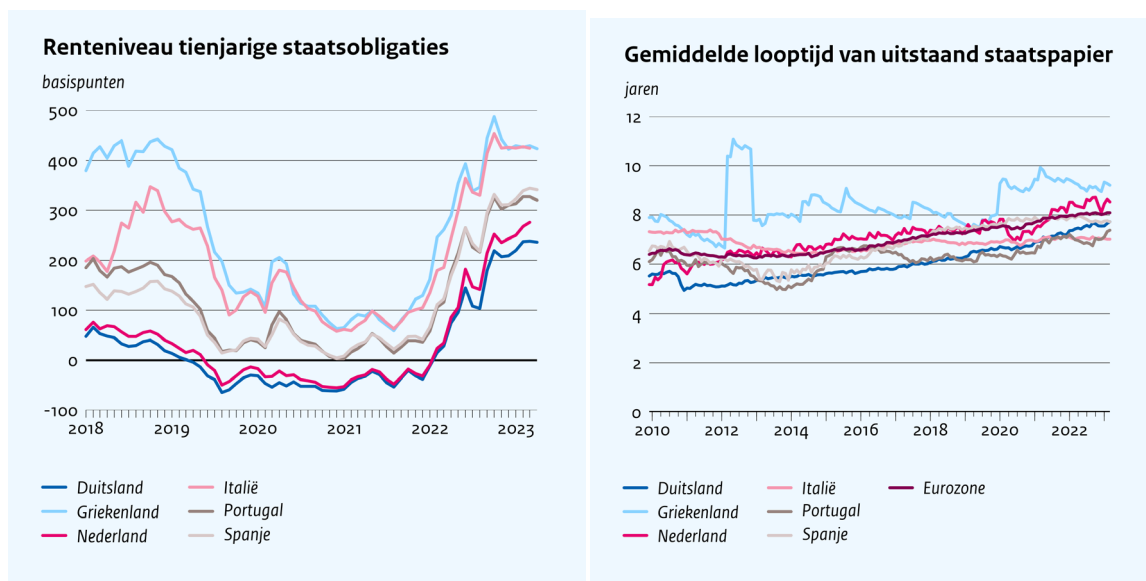
Hogere rentes in combinatie met hogere schuldquotes verslechteren de betaalcapaciteit van landen, maar omdat de gemiddelde looptijd van uitstaande staatsschuld relatief lang is, zijn deze gevolgen voorsnog beperkt. In principe maken hogere schuldquotes en hogere rentes samen het lastiger om schuld te herfinancieren. Wanneer het overheden niet lukt om schulden te herfinancieren, spreken we van een *rollover*

⁸⁶ Zie bijvoorbeeld figuur 2 van het CPB Position Paper *Toekomst van de euro*, februari 2023 ([link](#)).

⁸⁷ Het *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP) van de ECB heeft er wel voor gezorgd dat de toename van deze *spreads* tijdens de coronacrisis meeviel.

crisis. Dit risico blijft beperkt wanneer de looptijd van de reeds uitgezette staatspapieren tamelijk lang is. In dat geval ligt het moment van herfinanciering ver in de toekomst en hoeven huidige hoge rentes dus niet direct tot herfinancieringsproblemen te leiden. De gemiddelde looptijd van uitstaand staatspapier in de eurozone is op dit moment acht jaar: dit is voor een aantal landen fors hoger dan voor de eurocrisis. De gemiddelde looptijd van uitstaande Italiaanse staatsschuld is iets gedaald, terwijl deze voor Griekenland, Portugal en Spanje juist behoorlijk gestegen is. Door deze relatief lange looptijden zullen hogere rentes waarschijnlijk niet in de nabije toekomst invloed hebben op de betaalcapaciteit van Zuid-Europese landen. Tegelijkertijd maken de hogere rentes het wel duurder om nieuwe staatsobligaties uit te geven. Wanneer de hoeveelheid nieuw uitgegeven staatspapier klein is ten opzichte van de al uitstaande staatsschuld, zal het effect van de hogere rentes op de algehele betaalcapaciteit echter beperkt zijn.

Figuur 12 Rentes in gehele eurozone gestegen en de gemiddelde looptijd van uitstaand staatspapier is gestegen

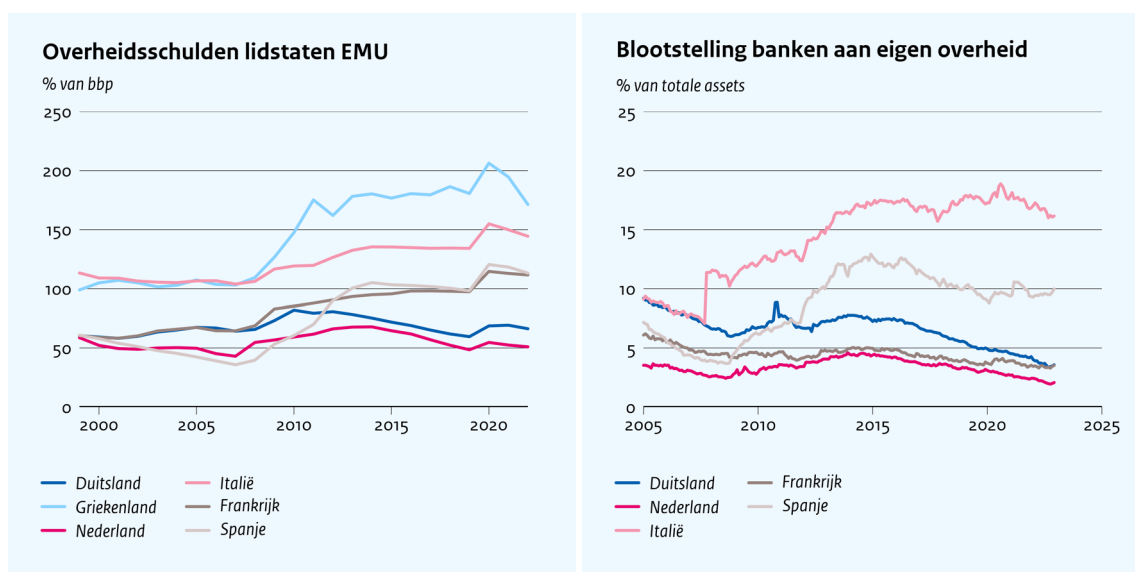


Bron: ECB

Met name banken in Zuid-Europa zijn in hogere mate blootgesteld aan de eigen overheid dan andere landen in de eurozone: dit verhoogt het risico op een neerwaartse spiraal tussen banken en overheden.

De term *doom loop* wordt gebruikt voor een situatie waarin financiële problemen bij overheden en banken elkaar versterken. Wanneer staatspapier in waarde daalt, leidt dit tot verliezen bij banken die deze op hun balans hebben staan. Banken die veel van deze schuld op de balans hebben, lijden een groter verlies. Om bankfaillissement te voorkomen, moet de overheid mogelijk ingrijpen door deze banken te herkapitaliseren. Bij hogere overheidsuitgaven daalt het staatspapier vervolgens weer verder in waarde, waardoor er een neerwaartse spiraal optreedt. Vooral in Italië bestaat een groot deel van de totale activa nog uit blootstelling aan de eigen overheid, ongeveer 17%. In Nederland is dit aandeel aanzienlijk lager, zo rond de 3% van de totale activa.

Figuur 13 Overheidsschuld gestegen en er is in Italië nog steeds een grote verwevenheid met de bankensector



Bron: ECB

Sinds de eurocrisis zijn er verschillende fondsen in het leven geroepen die een *doom loop* moeten voorkomen, maar de vraag is of deze fondsen toereikend zijn tijdens een systeemcrisis. Na de eurocrisis in 2012 zijn het *European Stability Mechanism* (ESM) voor overheden en het *Single Resolution Fund* (SRF) voor individuele banken opgericht. Er zit momenteel zo'n 410 mld euro in het ESM. Bij een forse systeemcrisis waarin een *doom loop* optreedt in één of meerdere grote eurolanden is dat bedrag mogelijk niet voldoende. Bovendien is het voor overheden onaantrekkelijk om aanspraak te maken op middelen uit het ESM, omdat ze daarvoor aan veel regels moeten voldoen.⁸⁸ Tegelijkertijd blijkt uit het verleden dat het SRF wel goed werkt om een mogelijk faillissement van banken ordentelijk af te handelen, maar een situatie waarin het ESM aangesproken wordt om lidstaten overeind te houden is nog niet opgetreden.⁸⁹ Ook is de Europese bankenunie nog niet voltooid, waarmee instrumenten die het risico op een *doom loop* verder kunnen terugdringen, zoals het Europese depositogarantiestelsel en het introduceren van een positieve risicoweging van staatsobligaties op bankbalansen, nog niet zijn geïntroduceerd.

Als gevolg van de eurocrisis moeten overheden aan strengere regels voldoen bij het herkapitaliseren van banken. Overheden mogen in principe banken niet meer direct herkapitaliseren.⁹⁰ In plaats daarvan moet een zogeheten *bail-in* eerst door crediteuren opgevangen worden. Het is echter de vraag of deze maatregel voldoende is om een *doom loop* af te wenden. Ook zijn er prikkels in de huidige regelgeving voor overheden om banken alsnog te herkapitaliseren voordat ze insolvent zijn, maar dat wel dreigen te worden.⁹¹ Een dergelijke herkapitalisatie mag namelijk wel volgens de Europese wetgeving. Hierdoor kunnen overheden onder een *bail-in* van crediteuren uitkomen. Dit kan vanuit het oogpunt van een overheid wenselijk zijn, omdat een *bail-in* politiek gevoelig kan liggen. Wanneer overheden om deze reden besluiten om de rekening niet bij crediteuren neer te leggen maar zelf vroegtijdig probleembanken te herkapitaliseren, kan de *doom loop* nog steeds optreden. De ECB heeft een belangrijke rol gespeeld in het beperken van eventuele kapitaalverliezen tijdens de eurocrisis door het uitvoeren van opkoopprogramma's, maar heeft niet de bevoegdheid om *direct* banken en

⁸⁸ Zie het Centre for European Reform-artikel *The European Stability Mechanism is not ready for the next crisis*, 29 november 2022 ([link](#)).

⁸⁹ Het SRF bevat momenteel rond de 66 mld euro: ongeveer evenveel als 1% van alle deposito's die gedekt worden door het depositogarantiestelsel ([link](#)).

⁹⁰ Dit als gevolg van de Bank Resolution and Recovery Directive ([link](#)).

⁹¹ Zie het ECB-artikel *What is a precautionary recapitalization and how does it work?*, 27 december 2016, update 2 mei 2018 ([link](#)).

overheden te herkapitaliseren. Herkapitalisaties vallen namelijk onder begrotingsbeleid, niet onder monetair beleid.

De directe gevolgen van een schulden crisis in Zuid-Europa zijn voor Nederlandse banken gering, omdat zij maar beperkt blootgesteld zijn aan deze staatsobligaties. Nederlandse banken hebben hogere kapitaalbuffers dan tijdens de eurocrisis en ten opzichte van banken in andere eurolanden (zie figuur 6). De blootstelling van deze banken aan zowel de Nederlandse overheid als aan andere overheden is relatief klein in vergelijking met andere Europese landen.⁹² Om het directe effect van een schulden crisis in hogeschuldenlanden te kwantificeren, berekenen wij de gevolgen voor de kapitaalpositie van Nederlandse banken van een afschrijving van 20% op de bezittingen van overheidsschulden van de vier eurolanden met de hoogste schuldquotes.⁹³ Deze landen zijn Griekenland, Italië, Spanje en Portugal. De gevolgen van een dergelijke afschrijving zijn te vinden in tabel 2.⁹⁴ Omdat de blootstelling van Nederlandse banken aan deze overheden klein is, lijdt hun kapitaalpositie amper onder de afschrijving: de totale kapitaalratio daalt van 15,5% naar 15,3%.⁹⁵ Een dergelijke afschrijving leidt echter wel tot forse verliezen voor banken in de vier landen zelf.

Het risico voor de Nederlandse financiële sector ligt niet zozeer in directe blootstelling aan de overheden van zuidelijke eurolanden, maar wel in de instabiliteit die uit een schulden crisis kan voortvloeien. Deze berekening neemt alleen de directe effecten mee op de kapitaalpositie van Nederlandse banken, niet hoe onrust op financiële markten naar aanleiding van een schuldafschrijving de Nederlandse bankensector zal beïnvloeden. Het is dan ook waarschijnlijk dat de indirecte gevolgen van een schulden crisis, zoals een recessie of onrust op financiële markten, een groter effect zullen hebben op de gezondheid van Nederlandse banken dan het directe effect van een afschrijving van publieke schulden van de zuidelijke eurolanden. De afschrijving leidt namelijk wel tot forse kapitaalverliezen in Griekenland, Italië, Portugal en Spanje. Een bankencrisis in deze landen kan wél gevolgen hebben voor de Nederlandse financiële sector.

Tabel 2 Gevolgen van een afschrijving van 20% op publieke schulden van Griekenland, Italië, Portugal en Spanje voor de kapitaalpositie van banken

Land	Blootstelling GIPS (eigen overheid) t.o.v. totale activa	Afschrijving in miljarden	Tier 1 kapitaalratio voor schok	Tier 1 kapitaalratio na schok
Griekenland	9% (7%)	8,1	12,3%	6,7%
Italië	12% (10%) ⁹⁶	56,9	14,2%	7,4%
Spanje	9% (7%)	65,8	12,3%	7,6%
Portugal	14% (10%)	6,9	13,3%	7,2%
Nederland	0,3% (4%)	1,6	15,5%	15,3%

⁹² Zie het Deutsche Bank-artikel *What to do with home sovereign exposure? Reducing risks to make the EU Banking Union stronger*, 22 maart 2021 ([link](#)).

⁹³ Hiervoor gebruiken we de methode van Soederhuizen en Teulings, 2018 ([link](#)).

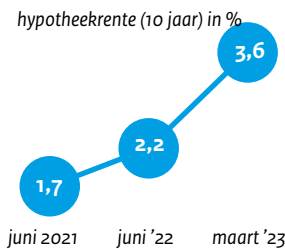
⁹⁴ Voor deze exercitie gebruiken wij data van de European Banking Authority (EBA) *Transparency Exercise* van juni 2022 ([link](#)). Deze data omvatten balansdata van de banken die onder EBA-toezicht staan. Dit zijn met name grotere banken.

⁹⁵ De gevolgen voor Nederlandse banken van een dergelijke afschrijving van publieke schulden van ontwikkelingslanden zijn van een soortgelijke orde van grootte: de kapitaalratio daalt dan ook naar 15,3%.

⁹⁶ De blootstelling van Italiaanse banken aan de eigen overheid is lager in deze data dan in figuur 13. Dit komt doordat met name veel kleine Italiaanse banken zeer veel Italiaanse staatsobligaties op de balans hebben. Deze banken vallen niet onder EBA-toezicht en zitten dus niet in onze dataset.

Financiële risico's woningmarkt beperkt

De hypotheekrente is het afgelopen jaar gestegen en de huizenprijzen zijn gedaald. Lopen huishoudens en financiële instellingen meer risico op problemen door de afkoelende woningmarkt?



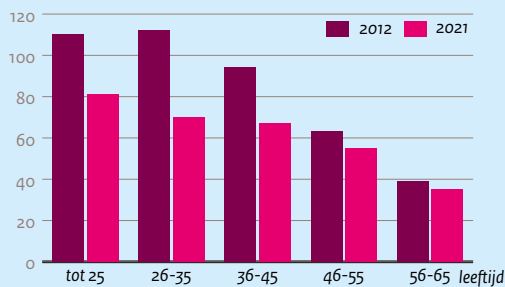
daling gemiddelde huizenprijs april 2023 t.o.v. juli 2022



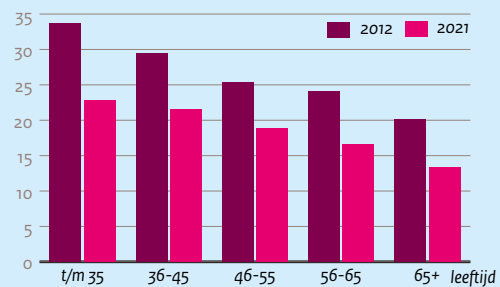
Huishoudens

Het risico dat huiseigenaren hun hypotheek niet kunnen betalen is afgenomen tussen 2012 en 2021. Scherpere normen voorkomen dat eigenaren meer lenen dan hun huis waard is en hun maandlasten niet kunnen dragen

hypotheek t.o.v. waarde van het huis (LTV), in %



hypotheeklasten per leeftijd, in % van besteedbaar inkomen



Er zijn wel kwetsbare groepen, al is ook voor hen het risico afgenomen. Starters, jongeren en mensen met weinig vermogen lopen een groter risico hun hypotheek niet meer te kunnen betalen bij een financiële tegenvaller



Financiële instellingen

Het risico dat financiële instellingen in problemen komen doordat hypotheeklen niet worden betaald is gering

Wet- en regelgeving is aangepast

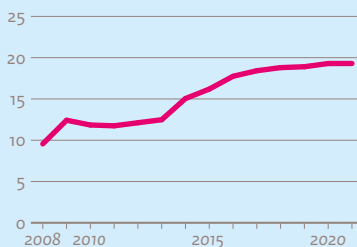
Banken mogen vergeleken met 2012 minder hypotheek verstrekken ten opzichte van de waarde van het huis, waardoor de kans kleiner is dat een bank meer heeft uitgeleend dan het onderpand waard is



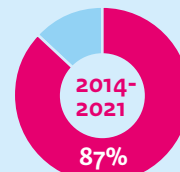
Banken hebben grotere buffers

Mede door de aangepaste wet- en regelgeving

gemiddelde kapitaalratio Nederlandse banken (Tier1)



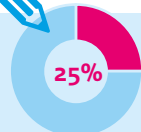
Hypotheeklen zijn meer verspreid



87% van het bedrag aan nieuwe hypotheeklen is verstrekt door niet-banken, zoals verzekeraars en pensioenfondsen. De verplichtingen van deze instellingen hebben langere looptijden waardoor ze minder gevoelig zijn voor schokken



Kanttekeningen



Voor een kwart van hypotheeklen verandert de komende vijf jaar de rente. Dat kan voor huishoudens gunstig uitpakken als de nieuwe rente lager is dan de oude rente, of ongunstig als de nieuwe rente juist hoger is



Er ontstaan hierdoor ook nieuwe risico's: voor niet-banken gelden lagere buffereisen waardoor zij verliezen mogelijk minder goed kunnen opvangen

9 Woningmarkt

Er is sinds juli 2022 sprake van een kentering op de Nederlandse woningmarkt. De Nederlandse woningmarkt is sterk in beweging. Na jaren van lage hypotheekrentes en sterk stijgende woningprijzen, is er sinds vorige zomer een kentering gaande. In juli 2022 piekten de verkoopprijzen van woningen. Sindsdien daalden de verkoopprijzen, met ongeveer 6% tot en met april van dit jaar. Dit komt door de olopende hypotheekrentes en dalende reële inkomens door de hoge inflatie. De hypotheekrentes stegen, ten opzichte van het dal in het najaar van 2021, tot en met maart van dit jaar met circa 2,5%-punt.⁹⁷ In de nevenpublicatie die bij deze risicorapportage verschijnt, hebben we geanalyseerd in hoeverre de financiële positie van huiseigenaren zich het afgelopen decennium heeft ontwikkeld. Daarmee brengen we in kaart in hoeverre huiseigenaren negatieve schokken op de woningmarkt, waaronder een daling in woningprijzen, kunnen dragen.

De financiële positie van huiseigenaren is de afgelopen jaren verbeterd en daardoor is de kans op wanbetaling van de hypotheek verminderd. Gemiddeld genomen zijn hypotheeklasten als fractie van het besteedbare inkomen de afgelopen tien jaar gedaald. Ook liggen schuldratio's, de *loan-to-value* (LTV) en de *loan-to-income* (LTI), lager en zijn de financiële buffers van huiseigenaren toegenomen. Door deze ontwikkelingen drukken hypotheeklasten minder op budgetten van huishoudens. Huishoudens hebben meer financiële middelen om tegenvallers, zoals een (tijdelijk) verlies van inkomen, op te vangen en hypotheeklasten te kunnen blijven betalen. Bovendien is een deel van de huiseigenaren beschermd door de nationale hypotheekgarantie (NHG), waardoor de financiële risico's ook kunnen meevallen.

Er zijn groepen huishoudens waarvoor de verbetering minder sterk is en zij kunnen door recente lastenontwikkelingen worden geraakt. Hoewel de kans op wanbetaling van de hypotheek gemiddeld is afgenomen, zijn er kwetsbaardere groepen huishoudens voor wie dat in mindere mate geldt: jongere huiseigenaren, starters en huishoudens met een laag inkomen. Zo stegen voor de laagste inkomensgroep de afgelopen jaren de hypotheeklasten als percentage van het besteedbaar inkomen. Deze ontwikkeling hangt samen met het feit dat woningprijzen, en dus ook hypotheekbedragen, de afgelopen jaren harder zijn gestegen dan het besteedbaar inkomen van deze groep. Ook hebben deze kwetsbare groepen huishoudens lagere financiële buffers (zoals spaargeld). De relatief kwetsbaardere financiële positie van deze groepen maakt dat zij negatieve schokken minder goed kunnen dragen. Denk bijvoorbeeld aan een stijging in de hypotheekrente (zoals momenteel het geval is), een verlies aan inkomsten of een verdere stijging in vaste lasten als energie. Daardoor kan het dragen van hypotheeklasten moeilijker worden. Mogelijk zal er dan eerder moeten worden overgegaan tot (gedwongen) verkoop van de woning.

Banken zijn weerbaarder geworden tegen het risico op wanbetaling van hypotheekleningen. Mede als gevolg van aangescherpte wet- en regelgeving, zijn banken de afgelopen jaren weerbaarder geworden. Zo vermindert aangescherpte LTV- en LTI-regelgeving het risico voor banken en zijn banken door sterk toegenomen kapitaalbuffers beter in staat om eventuele verliezen op te vangen.⁹⁸

Er is sprake van een verschuiving in de hypotheekverstrekking naar andere financiële instellingen en dat kent zowel voordelen als risico's. Het aandeel van banken in de totale hypotheekschuld nam het afgelopen

⁹⁷ Voor deze berekening zijn gemiddelde hypotheekrentes op nieuwe hypotheekleningen met een rentevaste periode tussen de vijf en tien jaar gebruikt. Bron: CBS.

⁹⁸ Te lage kapitaalbuffers werden tijdens de grote financiële crisis gezien als problematisch. Mede daardoor zijn de eisen voor banken strenger geworden.

decennium af, ten gunste van institutionele beleggers als verzekeraars en pensioenfondsen. Deze ontwikkeling gaat op macro-economisch niveau gepaard met minder concentratie- en liquiditeitsrisico. Dit komt door een kleiner looptijdverschil tussen activa en passiva dan bij banken. Anderzijds worden institutionele beleggers anders gereguleerd en ligt de buffereis voor deze instellingen lager dan banken. Daardoor is het vermogen om verliezen op te vangen voor deze instellingen mogelijk lager.

10 Klimaat

Risico's voor de financiële stabiliteit vanuit klimaatverandering en klimaatbeleid staan steeds hoger op de agenda's van onderzoekers en toezichhouders. Klimaatverandering zorgt wereldwijd onder andere voor een toename van extreme weersomstandigheden en zeespiegelstijgingen, die veel schade kunnen aanrichten. Tegelijkertijd leidt klimaatbeleid ertoe dat sommige (vervuilende) activiteiten minder rendabel worden. Deze ontwikkelingen kunnen leiden tot onzekerheid en volatiliteit op financiële markten. De academische literatuur over financiële klimaatrisico's ontwikkelt zich de laatste jaren snel.⁹⁹ Ook onder financiële toezichhouders is er steeds meer aandacht voor klimaatverandering. Dit laatste komt onder andere tot uiting in recente klimaatstresstests, zoals die van ESMA (de Europese toezichthouder op financiële markten) en de Europese bankenautoriteit EBA.¹⁰⁰ Overigens wordt er naast klimaatverandering ook in toenemende mate gekeken naar andere financiële stabiliteitsrisico's rondom duurzaamheid, zoals water- en grondstoffen-schaarste of verlies van biodiversiteit.¹⁰¹

De literatuur maakt onderscheid tussen drie typen financiële klimaatrisico's: fysieke, transitie- en aansprakelijkheidsrisico's.¹⁰² Fysieke risico's draaien om schade door toedoen van de directe gevolgen van klimaatverandering, zoals schade door overstromingen of droogte. Transitierisico's hebben betrekking op klimaatbeleid: denk hierbij bijvoorbeeld aan activa die plotseling minder waard worden als vanuit beleid CO₂-prijzen of -normen onverwacht snel worden aangescherpt. Overigens zijn transitierisico's en fysieke risico's in enige mate communicerende vaten: hoe minder klimaatbeleid er mondiaal gevoerd wordt, des te groter wordt de kans op en omvang van fysieke klimaatschade. Aansprakelijkheidsrisico's zijn de risico's die bedrijven en overheden lopen doordat ze aansprakelijk kunnen worden gesteld voor de klimaatschade die ze veroorzaken. De kans om aansprakelijk gesteld te worden hangt ook samen met de andere twee risico's. Overheden en bedrijven kunnen aansprakelijk gesteld worden voor het ondernemen van te weinig actie. Deze kans wordt groter bij meer fysieke schade vanwege klimaatverandering. Anderzijds kunnen overheden ook weer aansprakelijk gesteld worden voor het klimaatbeleid dat ze wél voeren, denk aan onteigeningsprocessen of het beperken van keuzevrijheid. Dit kan leiden tot abrupt en inconsistent klimaatbeleid.

In zijn algemeenheid is het erg moeilijk om in te schatten in hoeverre klimaatrisico's een bedreiging vormen voor de financiële stabiliteit; de hamvraag is in hoeverre prijzen de risico's al accuraat weerspiegelen. Financiële onrust ontstaat vooral wanneer beleggers plotseling hun inschatting van waarderingen en risico's herzien. Het is echter erg moeilijk vast te stellen in hoeverre er voldoende rekening wordt gehouden met klimaatrisico's in de prijzen van financiële producten als vastgoed, aandelen, obligaties

⁹⁹ Voor recente overzichten van de literatuur, zie: Giglio, S., B. Kelly, en J. Stroebel., 2021, Climate Finance. *Annual Review of Financial Economics* 13: 15–36; E. Campiglio et al., 2022, Climate-Related Risks in Financial Assets. *Journal of Economic Surveys*.

¹⁰⁰ Zie de stresstest van de EBA ([link](#)) en de stresstest van de ESMA ([link](#)). Zie ook: Mark Carney, M. 'Breaking the Tragedy of the Horizon—Climate Change and Financial Stability', *Speech given at Lloyd's of London*, 29 september 2015: 220–30 ([link](#)).

¹⁰¹ Zie bijvoorbeeld Toor, J. van, D. Piljic, G. Schellekens, M. van Oorschot en M. Kok, 2020, *Biodiversiteit en de financiële sector: een kruisbestuiving?*, Amsterdam en Den Haag: De Nederlandsche Bank en Planbureau voor de Leefomgeving ([link](#)).

¹⁰² Zie Campiglio, E., L. Dumas, P. Monnin en A. von Jagow, 2022, Climate-Related Risks in Financial Assets, *Journal of Economic Surveys* ([link](#)).

en derivaten. Empirische studies laten zien dat investeerders transitierisico's deels inprijzen, een risicopremie eisen op CO₂-intensieve activa en reageren op klimaatgerelateerd nieuws.¹⁰³ Dit suggereert dat klimaatrisico's al goed worden verwerkt in zulke prijzen.¹⁰⁴ Het blijft echter de vraag of investeerders de transitierisico's adequaat kunnen inschatten en inprijzen. Stresstudies zien dat wanneer transitierisico's niet ingeprijsd worden, er in scenario's met aangescherpt mondiaal klimaatbeleid dusdanige herwaarderingen kunnen plaatsvinden dat die een gevaar kunnen vormen voor de financiële stabiliteit.¹⁰⁵

Fysieke risico's zijn vooral een probleem op de lange termijn, maar kunnen nu al effect hebben door herwaarderingen. Vooralsnog is de schade door klimaatgerelateerde weersextremen behapbaar voor het financiële systeem. Zo hebben de bosbranden en overstromingen die zich de afgelopen zomers in Europa hebben voorgedaan niet tot problemen voor de financiële sector geleid. Als klimaatverandering echter doorzet of zelfs verergert, kunnen overstromingen en andere natuurrampen wel degelijk een substantiële herwaardering teweegbrengen.¹⁰⁶ Risico's die zich op lange termijn voordoen, kunnen ook nu al de waarde van bezittingen beïnvloeden – denk aan de impact van langetermijnrisico's op overstromingen op de waarde van woningen. Daarom kan een deel van zulke klimaatgerelateerde herwaarderingen al in de komende jaren plaatsvinden. Een mogelijk effect dat al eerder zou kunnen optreden, is de aantrekkelijkheid van vakantiebestemmingen.¹⁰⁷ Toerisme is een belangrijke bron van inkomsten voor veel Zuid-Europese landen. Een afnemende populariteit van een vakantiebestemming zou de eurozoneproblematiek kunnen versterken.¹⁰⁸

Verzekeringen tegen klimaatgerelateerde fysieke schade zijn lastig te organiseren. Er is vaak sprake van (geografische) correlatie tussen de risico's, de nodige premie is veelal hoger dan investeerders bereid zijn te betalen en er bestaat een hoge mate van onzekerheid rondom het inschatten van de kans op en de impact van schade door natuurrampen.¹⁰⁹ Schade door extreem natuurgeweld is in de praktijk daarom meestal uitgesloten van verzekeringspolissen. Hierdoor bestaat het risico dat, al dan niet door expliciete garanties, de rekening uiteindelijk op het bord van de overheid komt.¹¹⁰

Het tot nu toe beschikbare bewijs voor Nederland duidt erop dat fysieke klimaatrisico's op de middellange termijn slechts een beperkt risico vormen voor de financiële stabiliteit. Het bankwezen is goed bestand tegen overstromingen in de zogeheten onbeschermde gebieden: daar is namelijk minder bedrijvigheid en staan weinig woningen. Een overstroming van dichtbebouwde gebieden zou echter flinke

¹⁰³ A. Trinks et al., 2022, Carbon Intensity and the Cost of Equity Capital. *The Energy Journal* 43, nr. 2.

¹⁰⁴ Er vinden zowel neerwaartse prijsaanpassingen plaats bij slecht klimaatnieuws in sectoren of bij bedrijven die een negatieve blootstelling hebben aan klimaatverandering, als stijging van de prijzen van financiële producten van bedrijven die een positieve blootstelling hebben. Voor een discussie van de relevante literatuur, zie: Giglio, S., B. Kelly en J. Stroebel, 2021, Climate Finance, *Annual Review of Financial Economics*, vol. 13, pag. 15–36 ([link](#)); Campiglio, E., L. Daumas, P. Monnin en A. von Jagow, 2022, Climate-Related Risks in Financial Assets, *Journal of Economic Surveys* ([link](#)).

¹⁰⁵ Zie voor een uitgebreide bespreking van de literatuur: Campiglio, E., L. Daumas, P. Monnin en A. von Jagow, 2022, Climate-Related Risks in Financial Assets, *Journal of Economic Surveys* ([link](#)).

¹⁰⁶ Zie Campiglio, E., L. Daumas, P. Monnin en A. von Jagow, 2022, Climate-Related Risks in Financial Assets, *Journal of Economic Surveys* ([link](#)).

¹⁰⁷ Onderzoek hiernaar is groeiende. Uit simulaties komen verschillende voorspellingen. Enerzijds worden er flinke veranderingen in gedrag verwacht (zie Lise, W. en R. Tol., 2002, Impact of Climate on Tourist Demand. *Climatic Change* 55, nr. 4: 429–49). In een ander paper wordt dezelfde verwachting uitgesproken, maar de auteurs gaan ervan uit dat dit voldoende tegenwicht krijgt door de groeiende populatie en stijgende inkomens (zie Hamilton, J., D. Maddison en R. Tol., 2005, Climate Change and International Tourism: A Simulation Study. *Global Environmental Change* 15, nr. 3: 253–66). Ook enquêt studies laten een wisselend beeld zien. Enerzijds geven toeristen aan temperatuur en natuur belangrijk te vinden, maar andere toeristen vinden juist weer niet. Zie bijvoorbeeld: Uyarra, M. et al., 2005, Island-Specific Preferences of Tourists for Environmental Features: Implications of Climate Change for Tourism-Dependent States. *Environmental Conservation* 32, nr. 1: 11–19 ([link](#)); Moreno, A., 2010, Mediterranean Tourism and Climate (Change): A Survey-Based Study. *Tourism and Hospitality Planning & Development*, vol. 7, nro. 3; pag. 253–265 ([link](#)); Perry, A., 2006, Will Predicted Climate Change Compromise the Sustainability of Mediterranean Tourism?, *Journal of Sustainable Tourism*, vol. 14, nr. 4, pag.: 367–375 ([link](#)).

¹⁰⁸ Zie hoofdstuk 8 voor financiële stabiliteitsrisico's vanuit de Eurozone.

¹⁰⁹ Charpentier, A., 2008, Insurability of Climate Risks', *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice* 33: 91–109.

¹¹⁰ In Nederland biedt de Wet tegemoetkoming schade bij rampen en zware ongevallen deels al zo'n expliciete garantie.

gevolgen kunnen hebben voor de financiële stabiliteit.¹¹¹ Zoals gezegd kunnen fysieke risico's op de korte termijn wel een rol spelen, doordat mensen langetermijnrisico's meenemen in de beprijzing van financiële activa. Zo zijn huizen in gebieden met overstromingsgevaar in Nederland gemiddeld 1% goedkoper dan vergelijkbare huizen in gebieden waar dat niet het geval is.¹¹² Uit de klimaatstresstest van de ECB blijkt dat voor Nederland met name overstromingsrisico's een financieel risico vormen; droogte- en hittestress spelen veel meer in Zuid-Europa. De scenario's uit die stresstest zijn echter gekalibreerd op weersextremen die zich vermoedelijk pas rond 2050 zullen voordoen.¹¹³ Al met al kan daarom geconcludeerd worden dat op de middellange termijn (de komende vijf jaar) de kans op financiële onrust door fysieke klimaatschade vrij klein is.

Op zowel de lange als korte termijn kunnen zich transitierisico's voordoen die effect hebben op de financiële stabiliteit. Deze risico's hangen vooral samen met abrupte beleidswijzigingen of plotselinge technologische doorbraken die onvoorziene gevolgen hebben voor de waarde van bezittingen. Denk hierbij aan een verbod op korte termijn op energieopwekking in kolencentrales, of aan een innovatie die bestaande bedrijfsmodellen plotseling onder druk zet. Dit soort ontwikkelingen vormen *an sich* geen bedreiging voor de financiële stabiliteit en zijn vanuit het oogpunt van klimaatmitigatie vaak juist zeer welkom. Ze kunnen echter een risico vormen wanneer ze onvoldoende voorzien zijn door beleggers of financiële instellingen. De kans op een disruptieve transitie neemt toe wanneer er onvoldoende tijdig klimaatbeleid wordt gevoerd: hoe langer klimaatbeleid wordt uitgesteld, des te drastischer dit beleid uiteindelijk zal moeten zijn om doelen als klimaatneutraliteit in 2050 te halen.¹¹⁴

Voor de Nederlandse financiële sector zijn transitierisico's reëel en ze hangen onder andere af van de mate van tijdigheid en voorspelbaarheid van beleid. Uit een recente stresstest blijkt dat wanneer er sprake is van een zogeheten disruptieve energietransitie – een combinatie van stevig beleid en een technologieschok – de verliezen voor de Nederlandse financiële sector substantieel kunnen zijn.¹¹⁵ Hiermee ligt het beeld voor Nederland redelijk in lijn met internationale studies.¹¹⁶ De directe blootstelling van de Nederlandse financiële sector aan vervuilende bedrijfstakken is relatief beperkt. Een disruptieve transitie heeft echter invloed op de gehele economie, waardoor de indirecte blootstelling vele malen groter zal zijn.¹¹⁷ Uit de klimaatstresstest van toezichtshouderskoepel EIOPA blijkt dat in een ernstig scenario – één waarin er tot 2030 geen klimaatbeleid wordt gevoerd en daarna een disruptieve transitie volgt – Nederlandse pensioenfondsen circa 14% verliezen op hun bezittingen, met een daling van de dekkingsgraad van ruim 3% tot gevolg.¹¹⁸ Gezien het huidige beleid en de toekomstige plannen van de EU en Nederland lijkt dit een onrealistisch scenario. Het geeft echter wel een bovengrens aan van het effect. Financiële instellingen kunnen hun transitierisico's beperken door hun blootstelling in kaart brengen en maatregelen te treffen tegen herwaarderingen door klimaatbeleid. Dit kan bijvoorbeeld door het treffen van voorzieningen of het afbouwen van blootstelling aan klimaatbelastende industrieën. Ook nemen deze risico's af als de bedrijven waaraan ze lenen hun bedrijfsvoering zo inrichten dat deze in is lijn met het Parijsakkoord. Transitierisico's nemen eveneens af met de voorspelbaarheid van

¹¹¹ Caloia, F. en D.J. Jansen, 2021, Flood Risk and Financial Stability: Evidence from a Stress Test for the Netherlands. DNB working paper 30, Amsterdam: De Nederlandsche Bank ([link](#)).

¹¹² Bosker, M., H. Garretsen, G. Marlet en C. van Woerkens, 2019, Nether Lands: Evidence on the Price and Perception of Rare Natural Disasters. *Journal of the European Economic Association* 17, nr. 2: 413–53.

¹¹³ Zie bijvoorbeeld ECB, 2022 climate risk stress test, juli 2022 ([link](#)), in het bijzonder 'Box 1'.

¹¹⁴ Dit blijkt onder andere uit de klimaatstresstest voor pensioenfondsen van de toezichtshouderskoepel EIOPA, 13 december 2022 ([link](#)).

¹¹⁵ Zie Vermeulen, R. E. Schets, M. Lohuis, B. Kölbl, D.-J. Jansen en W. Heeringa, 2021, The Heat is On: A Framework for Measuring Financial Stress under Disruptive Energy Transition Scenarios, *Ecological Economics*, vol. 190, art. 107205 ([link](#)).

¹¹⁶ Zie bijvoorbeeld ECB, 2022 climate risk stress test, juli 2022 ([link](#)).

¹¹⁷ Zie Van der Jagt, L., M. Nijhuis en J. Van Toor, 2021, *Naar een duurzamere balans voor banken*, DNB Analyse, Amsterdam: De Nederlandsche Bank ([link](#)).

¹¹⁸ Zie de EIOPA-klimaatstresstest, 13 december 2022 ([link](#)). Het grote verschil tussen beide getallen komt doordat ook de waarde van de verplichtingen van pensioenfondsen aanzienlijk afneemt in dit scenario.

klimaatbeleid. Voor de financiële stabiliteit is het daarom van belang dat dit beleid tijdig, geloofwaardig en consistent is.¹¹⁹

Overheden en bedrijven krijgen bij aansprakelijkheidsrisico's mogelijk te maken met forse financiële tegenvallers; de stabiliteitsrisico's hiervan zijn vooralsnog zeer moeilijk in te schatten. Bij deze risico's gaat het erom dat bedrijven of overheden juridisch gedwongen worden om vergoedingen voor de aangedane schade uit te betalen of om actie te ondernemen om klimaatverandering tegen te gaan. Dergelijke rechtszaken vinden steeds frequenter plaats; rechtszaken in Nederland als de Urgenda-zaken en de rechtszaak tegen Shell zijn hierin een inspiratie geweest voor vergelijkbare zaken elders.¹²⁰ Aansprakelijkheidsrisico's vormen een financieel stabiliteitsrisico, omdat gerechtelijke uitspraken kunnen leiden tot herwaarderingen op financiële activa of tot abrupte beleidswijzigingen door overheden of bedrijven. Vice versa kan het ook juist gebeuren dat beleidswijzigingen op korte termijn leiden tot claims tegen de overheid; denk hierbij aan de recente rechtszaak van RWE en Uniper om het versneld sluiten van kolencentrales.¹²¹ Alhoewel dit soort claims mogelijk een aanzienlijke kostenpost kunnen vormen voor de overheid, vormen ze niet direct een risico voor de financiële stabiliteit. Klimaatgerelateerde aansprakelijkheidsrisico's zijn een vrij recent verschijnsel en het onderzoek hiernaar is dan ook nog zeer beperkt;¹²² om deze reden zijn dit soort risico's nog moeilijk in te schatten.

11 Overige risico's

Het is een turbulente tijd geweest op cryptomarkten, maar de gevolgen voor de financiële stabiliteit vielen mee. Een aantal aanbieders van cryptogelden en bedrijven die daar veel investeringen in hadden zijn omgevallen.¹²³ De totale omvang van de cryptomarkt tegen marktwaarde is daarentegen groot gebleven, met ongeveer 1120 mld dollar per 22 mei 2023 (en ongeveer 600 mld dollar exclusief bitcoin).¹²⁴ Bij grote prijsdaling kunnen risico's voor de financiële stabiliteit ontstaan wanneer er grote verliezen optreden bij financiële instellingen die in de cryptomarkt hebben geïnvesteerd.¹²⁵ Zo zijn na de ondergang van de Silicon Valley Bank (SVB) ook twee banken met relatief veel crypto's in de portefeuille in de problemen gekomen: Signature Bank en Silvergate.¹²⁶ Bij deze banken trokken geldschieters weg na het tumult bij SVB, omdat de cryptoportefeuille als risicovoller werd beschouwd. De recente gebeurtenissen op de cryptomarkt zijn vanwege de geringe verwevenheid echter beperkt overgeslagen naar andere financiële instellingen.¹²⁷

De kredietverlening door niet-bancaire financiële intermediairs (NBFi's) kan gevoeliger zijn voor de staat van de economie en is minder gereguleerd dan de bancaire sector. Dit vormt een risico voor de financiële stabiliteit. NBFi's zijn instellingen die actief zijn in de financiële dienstverlening (zoals het beheren van vermogen of kredietverlening), maar die zich niet met spaardeposito's bezighouden en geen bankvergunning

¹¹⁹ Zie Trinks, A., M. Mulder en B. Scholtens, 2022, External carbon costs and internal carbon pricing, *Renewable and sustainable energy reviews*, vol. 168, art. 112780 ([link](#)).

¹²⁰ Uit de Climate Change Litigation Databases blijkt dat er wereldwijd al bijna 2800 gevoerde of lopende rechtszaken zijn ([link](#)).

¹²¹ Zie het FD-artikel Staat wint: kolencentrales krijgen geen schadevergoeding, 30 november 2022 ([link](#)).

¹²² Al is er bijvoorbeeld al wel een onderzoek naar het uitfaseren van steenkolen in Duitsland, zie Breitenstein, M., C.-P. Anke, D. Khuong Nguyen en T. Walther, 2022, Stranded asset risk and political uncertainty: the impact of the coal phase-out on the German coal industry, *The energy journal*. ([link](#)).

¹²³ Een overzicht van recente ontwikkelingen in de cryptomarkten is bijvoorbeeld te vinden in het Reuters-artikel *Factbox: Crypto companies crash into bankruptcy*, 1 december 2022 ([link](#)).

¹²⁴ Bron: CoinMarketCap ([link](#)).

¹²⁵ Zie het rapport van de Financial Stability Board (FSB) van 16 februari 2022 ([link](#)).

¹²⁶ Zie bijvoorbeeld het New York Times-artikel van 12 maart 2023 over de Signature Bank ([link](#)) en het CNN-artikel van 9 maart 2023 over Silvergate ([link](#)).

¹²⁷ Zie bijvoorbeeld het FD-artikel *Financiële waakhond waarschuwt voor groei cryptosector*, 16 februari 2022 ([link](#)).

(nodig) hebben. Het gaat bijvoorbeeld om pensioenfondsen of geldmarktfondsen.¹²⁸ Uit een onderzoek van de Bank for International Settlements (BIS) komt naar voren dat met name NBFi's sterker reageren in de kredietverlening tijdens economische teruggang.¹²⁹ Deze sector is aanzienlijk in omvang,¹³⁰ maar minder gereguleerd dan de bancaire sector. Wanneer deze instellingen de kredietverlening terugschroeven bij economisch tegenvallende tijden, kan het bijdragen aan het recessierisico (zie hoofdstuk 6) en risico's vormen voor de financiële stabiliteit. Er zit echter ook een voordeel aan de kredietverlening door NBFi's, namelijk dat het aanbod meer gediversifieerd is. Hierdoor worden ook de risico's meer gedeeld tussen verschillende typen financiële instellingen.

De Chinese vastgoedsector staat nog steeds onder druk, maar er zijn tekenen van een licht herstel zichtbaar. In januari 2023 was voor het eerst in een jaar een stijging van de huizenprijzen zichtbaar: 0,1% ten opzichte van december 2022. De Chinese economie is heropend na het zero-covidbeleid en er vonden versoepelingen in het woningmarktbeleid plaats. Beide factoren dragen bij aan de vraag naar woningen.¹³¹ Daarnaast zijn de daling van woningverkopen en de teruggelopen investeringen in de woningmarkt aan het afvlakken.¹³² Een correctie op de Chinese vastgoedmarkt is echter nog steeds denkbaar, en vanwege de grote schuldenposities van vastgoedontwikkelaars en de verwevenheid met de Chinese bankensector blijft het ook een risico voor de financiële stabiliteit.¹³³ De directe risico's voor de Nederlandse financiële sector lijken echter beperkt vanwege de geringe blootstelling aan China.¹³⁴ In de CPB-risicorapportage van 2022 zijn de risico's op de Chinese vastgoedmarkt uitgebreid besproken.

¹²⁸ CPB Risicorapportage Financiële Markten 2021 ([link](#)) en 2022 ([link](#)).

¹²⁹ Aldasoro, I., S. Doerr en H. Zhou, 2023, *Non-bank lending during crises*, BIS working paper, nr. 1074, Bazel: Bank for International Settlements ([link](#)).

¹³⁰ Zie bijvoorbeeld het DNB-dashboard over de omvang van niet-bancaire financiële intermediairs (NBFi's) ([link](#)).

¹³¹ Zie bijvoorbeeld het Reuters-artikel *China's new home price rise in Jan for first time in a year*, 16 februari 2023 ([link](#)) en het New York Times-artikel *China is finally trying to fix its housing crisis*, 25 november 2022 ([link](#)).

¹³² Dit blijkt uit het Reuters-artikel *China's property sector draws closer to exit from protracted slump*, 15 maart 2023 ([link](#)).

¹³³ Zie het IMF-onderzoek *People's Republic of China*, 3 februari 2023 ([link](#)).

¹³⁴ Zie de CPB-Risicorapportage Financiële Markten 2022 ([link](#)).