

Overzicht Financiële Stabiliteit

Najaar 2023

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Inhoud

Inleiding

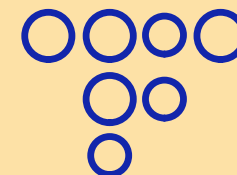
Samenvatting



Risico's in de transitie
naar hogere rentes



Risico's van
commercieel vastgoed



Risicokaart

Samenvatting

Om de hoge inflatie te bestrijden, hebben centrale banken het monetaire beleid verder verkrappt. Met 4,5% in september blijft de kerninflatie in het eurogebied vooralsnog hardnekkig hoog. Hoewel de kerninflatie in de komende periode naar verwachting daalt, blijft deze nog langere tijd boven de 2%. Om de inflatie in lijn te brengen met haar doelstelling heeft de Europese Centrale Bank haar beleidsrente in een historisch snel tempo verhoogd naar 4%. Mede door de stijgende rentes zijn de financiële condities in Nederland het afgelopen jaar verder verkrappt. Dit betekent dat het voor bedrijven, huishoudens en overheden duurder is om financiering op te halen. Deze verkrapting van condities is een bewust effect van het monetaire beleid, maar heeft tegelijk weerslag op het financiële systeem. Bovendien bestaat het risico dat een verdere verkrapting van financiële condities nodig is wanneer de inflatie langer hoog blijft dan verwacht.

De transitie naar minder ruime financiële condities verandert de financiële stabiliteitsrisico's. Een dergelijke transitie kan risico's met zich meebrengen en legt kwetsbaarheden in het financiële systeem bloot. Drie belangrijke risico's voor de financiële stabiliteit in deze transitie zijn liquiditeitsrisico's op financiële markten, rente- en kredietrisico's bij financiële instellingen en de schuldhoudbaarheid van overheden. Ten aanzien van het eerste

risico is momenteel sprake van een verlaagde liquiditeit op financiële markten, wat de kans vergroot dat liquiditeitsschokken op deelmarkten overslaan naar andere delen van het financiële systeem. Het liquiditeitsrisico wordt vergroot doordat de volatiliteit, vooral op rentemarkten, hoog blijft als gevolg van de onzekerheid over de vooruitzichten voor economische groei en inflatie. Dit vraagt om nadere analyse en DNB blijft daarom liquiditeitsrisico's actief monitoren in haar toezicht.

Gelet op de toegenomen rente- en kredietrisico's is het van belang dat financiële instellingen weerbaar en waakzaam blijven. Nederlandse banken hebben een goede financiële positie. Ook de maatregelen die DNB recent heeft getroffen, hebben hieraan bijgedragen. De bankenonrust begin dit jaar heeft laten zien dat adequate regelgeving belangrijk is om de weerbaarheid van banken te borgen. Daarnaast is waakzaamheid voor toegenomen risico's geboden. De effecten van de krappere financiële condities werken immers met vertraging door in de financieringskosten van bedrijven en huishoudens, en daarmee in de kredietrisico's. Ook zijn kredietrisico's vertraagd zichtbaar in de data. Het is dus belangrijk dat banken de toegenomen risico's en toekomstige weerbaarheid meewegen bij de vormgeving van het eigen kapitaalbeleid. Voor pensioenfondsen en verzekeraars is de

hogere rente in beginsel positief voor hun solvabiliteitspositie, maar het is van belang om scherp te zijn op mogelijke prijs-correcties op financiële markten vanwege hun eerdere zoektocht naar rendement.

Door de hogere rente verslechtert de schuldhoudbaarheidspositie van overheden, wat om bijsturing vraagt. Dit is het derde genoemde risico. Om in een crisis de economie te kunnen ondersteunen, is het belangrijk dat overheden – waaronder Nederland – nu beheerst begrotingsbeleid voeren. Bovendien zijn sommige landen kwetsbaar voor een negatieve wisselwerking tussen overheden en banken. In de transitie naar krappere financiële condities kan de negatieve wisselwerking tussen overheden en banken weer opleven. Daarom is het wenselijk dat overheden hoge schuldposities afbouwen en standaardzetters de gunstige behandeling van staatsschuld in het bancaire raamwerk herzien. ►

Daarnaast staat de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed onder druk. Sinds midden 2022 is de transactiewaarde van commercieel vastgoed met 13% gedaald. Deze druk is zichtbaar in alle segmenten van de markt voor commercieel vastgoed, waaronder kantoorruimtes. De hogere financieringskosten als gevolg van de gestegen rentes en bouwkosten leiden tot een lager verwacht rendement op commercieel vastgoed, minder investeringen en een lagere kredietbehoefte. Daarnaast zetten structurele veranderingen, zoals de populariteit van e-commerce en toename van thuiswerken, druk op de markt voor commercieel vastgoed.

Nederlandse financiële instellingen moeten zich voorbereiden op hogere kredietrisico's en verdere prijscorrecties in de commerciële vastgoedmarkt. Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen zijn gezamenlijk voor 360 miljard euro blootgesteld aan deze markt. Door de negatieve ontwikkelingen in deze markt neemt de kans op wanbetaling toe, waardoor verliezen kunnen toenemen en vastgoedwaarderingen verder kunnen dalen. Bij Nederlandse banken zijn vooralsnog geen signalen zichtbaar dat kredietrisico's van commercieel vastgoed materialiseren, maar dit kan veranderen en banken moeten bedacht zijn op een toename van kredietrisico's. Ook verzekeraars en pensioenfondsen zijn blootgesteld aan verliezen door prijscorrecties van commercieel vastgoed, die direct doorwerken in de balansen.

Ondanks de beperkte risico's op het gebied van liquiditeit en hefboomfinanciering, moeten Nederlandse vastgoedbeleggingsfondsen scherp zijn op een toename in terugbetalingsverzoeken. Pensioenfondsen en verzekeraars investeren voor een belangrijk deel in commercieel vastgoed via beleggingsfondsen. Nader onderzoek laat zien dat de risico's bij Nederlandse vastgoedbeleggingsfondsen als gevolg van liquiditeitsmismatches beperkt lijken, temeer omdat de terugbetalingsfrequentie van de fondsen is afgestemd op het illiquide karakter van de vastgoedbeleggingen. Ook oogt het risico van excessieve hefboomfinanciering beperkt, omdat het gebruik van dergelijke financiering geconcentreerd is bij een klein aantal vastgoedfondsen met een gesloten structuur. Vanwege de lage terugbetalingsfrequentie moeten Nederlandse vastgoedfondsen wel scherp zijn op het risico dat de terugbetalingsverzoeken in de nabije toekomst oplopen, als de druk op de markt aanhoudt. ■

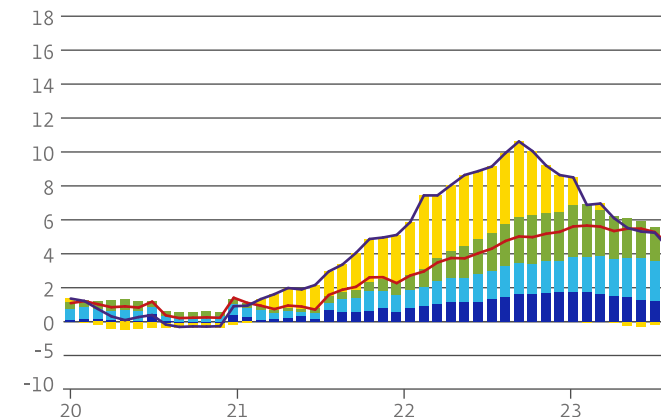
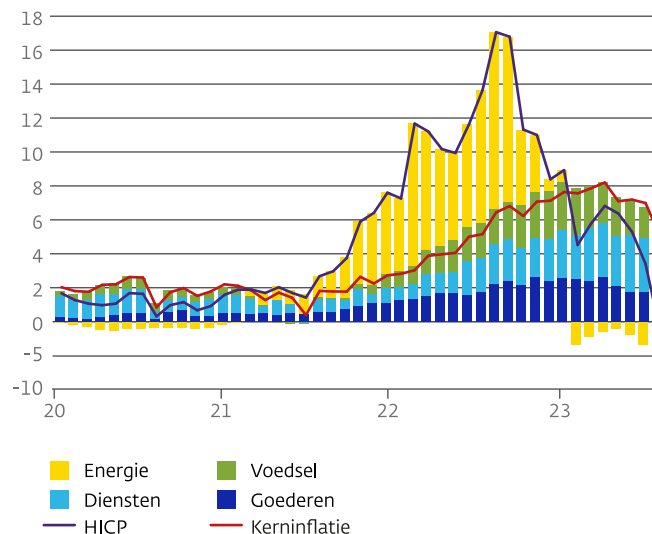
Inleiding

De inflatiepiek in Nederland lijkt achter de rug, al blijft de kerninflatie voorsnog hardnekkig hoog. De Nederlandse kerninflatie (waarin energie en voeding niet zijn opgenomen) neemt sinds de piek in mei 2023 af maar ligt al meer dan een jaar boven de 5%. In september 2023 betrof de Nederlandse kerninflatie 5,1% tegen een Europese kerninflatie van 4,5%. De hoge kerninflatie wordt voornamelijk gedreven door prijsstijgingen in de dienstensector. Tegelijkertijd is de inflatie (HICP) – na een piek van 17% in september 2022 – flink gedaald. Zo is de Nederlandse inflatie in september met -0,3%¹ onder het gemiddelde voor de eurozone van 4,3% uitgekomen. Dit komt vooral door de relatief sterke daling van energiekosten in Nederland. Inmiddels heeft ook de kerninflatie een neerwaartse beweging ingezet, maar blijft deze naar verwachting nog langere tijd boven de 2% ([DNB, 2023](#)).

Om het inflatieniveau terug te brengen naar de doelstelling hebben centrale banken het monetaire beleid verder verkrapt. Sinds half september hanteert de Europese Centrale Bank (ECB) een beleidsrente van 4,0%, wat historisch gezien een hoog niveau is. Ook het tempo van de recente renteverhoging is met 4,5 procentpunten in 14 maanden historisch. In de vorige verkrappingscyclus verhoogde de ECB het rentetarief met 2 procentpunten over een periode van circa 2,5 jaar. Ook centrale

Figuur 1 Inflatie lager dan in eurozone, kerninflatie hoger

Procent voor Nederland (links) en eurozone (rechts)



Bronnen: CBS en Eurostat.

banken in onder meer het Verenigd Koninkrijk (5 procentpunten in 18 maanden) en de Verenigde Staten (5,25 procentpunten in 16 maanden) hebben de monetaire beleidsrente het afgelopen jaar historisch snel verhoogd. Het verkrappende monetaire beleid is gericht op het adresseren van de hoge inflatie in de reële economie. Tegelijkertijd hebben de stijgende rentes weerslag op het financiële systeem en markten, wat centraal staat in dit OFS.

De hoge rente remt de economische groei af, maar de arbeidsmarkt blijft krap, wat leidt tot opwaartse prijsdruk. De groei van de wereldeconomie valt in 2023 naar verwachting lager uit dan het voorgaande jaar. Hoewel het IMF ([2023](#)) een groei van 3,0% voor de wereldeconomie in 2023 voorspelt, verwacht zij voor de Nederlandse economie een lagere groei van 0,8%. Dit is in lijn met de verwachting van DNB voor 2023 ([EOV, 2023](#)). ▶

¹ De negatieve HICP-inflatie in september 2023 hangt samen met een wijziging in de methodiek voor inflatie die het CBS heeft doorgevoerd. De negatieve HICP-inflatie wordt voornamelijk veroorzaakt doordat de prijzen voor gas en elektriciteit volgens de oude methode van het CBS in september 2022 extreem hoog waren. Vanaf juni 2023 hanteert het CBS een nieuwe methode die de daadwerkelijke prijsontwikkeling beter weergeeft.

Daarmee liggen de verwachtingen voor 2023 flink lager dan de gerealiseerde economische groei van de afgelopen twee jaar, die uitzonderlijk hoog was. Belangrijkste oorzaken voor de lagere groei zijn de dalende uitvoer en consumptie. Waarschijnlijk valt de gerealiseerde economische groei voor 2023 verder terug dan in deze ramingen, omdat de Nederlandse economie in de eerste helft van het jaar licht is gekrompen. Tegelijk verwachten DNB en het CPB ([2023](#)) dat de arbeidsmarkt de komende jaren goed blijft presteren waardoor de werkloosheid onder de 4% zal blijven. Deze aanhoudende krapte op de arbeidsmarkt draagt bij aan hogere loongroei. Om tweede-orde effecten te voorkomen, is het belangrijk dat bedrijven en werkenden tot een beheerste groei van lonen en winsten komen. Ook het huidige verruimende begrotingsbeleid draagt bij aan de opwaartse prijsdruk, omdat de overheid de economie verder stimuleert. Het verschil tussen groei en potentiële groei, de zogenoemde *output gap*, is nog steeds positief. Met het oog op het verlagen van de inflatie en het verbeteren van de lange termijn schuldhoudbaarheid, is het wenselijk dat de Nederlandse overheid de koers van haar begrotingsbeleid wijzigt (zie '[Schuldhoudbaarheid overheden: risico's kunnen opnieuw opspelen](#)').

Rust op financiële markten terug, maar gevoelig voor slecht nieuws

Begin dit jaar heeft de snelle transitie naar hoge rentes problemen bij een aantal banken blootgelegd en tijdelijk tot vertrouwensverlies geleid. Mede door onvoldoende voorbereiding op de abrupte verandering in de renteomgeving zijn in

maart 2023 twee Amerikaanse regionale banken in financiële problemen gekomen en gefaald. Dit heeft geleid tot een verlies aan vertrouwen in de regionale Amerikaanse bankensector. Ook is in Europa de Zwitserse systeembank Credit Suisse, dat al langer geplaagd werd door problemen, onder aansturing van de Zwitserse autoriteiten overgenomen door UBS. Ook in de Verenigde Staten is de regionale First Republic Bank als gevolg van vertrouwensverlies noodgedwongen overgenomen door JP Morgan, terwijl de regionale banken PacWest en Banc of California afgelopen zomer hebben aangekondigd te fuseren.

Uit de bankenonrust hebben DNB en andere toezichthouders lessen getrokken, waarvan het belangrijk is om ze te verwerken in toezicht en regelgeving. In het vorige Overzicht Financiële Stabieleit ([2023](#)) heeft DNB uitgebreid aandacht besteed aan deze lessen. De ervaringen eerder dit jaar onderstrepen het belang van een bredere toepassing van mondiale standaarden, want ook problemen bij kleine en middelgrote banken kunnen een wereldwijde kettingreactie veroorzaken. Daarnaast versterkt regelgeving op het gebied van renterisico de weerbaarheid van banken, waarbij verdere mondiale harmonisatie van regelgeving wenselijk is. Op het gebied van liquiditeitsrisico is het belangrijk dat de aannames in liquiditeitsstandaarden voldoende aansluiten bij de door digitalisering toegenomen mobiliteit van spaargeld. Tot slot is het belangrijk dat resolutieautoriteiten flexibel en voorbereid zijn op alternatieve opties om een falende bank af te wikkelen. In internationaal verband, waaronder binnen het Bazels Comité voor

bankentoezicht en de Financial Stability Board (FSB), wordt nu gesproken over het verwerken van deze lessen in bestaande standaarden. Op het gebied van regelgeving is in Europa recent een politiek akkoord bereikt om de laatste hervormingen uit de financiële crisis per 1 januari 2025 in te voeren. Deze hervormingen maken de standaardbenaderingen voor het berekenen van kapitaalvereisten voor banken ten aanzien van kredietrisico, marktrisico en operationeel risico risicogevoeliger en leggen tegelijkertijd een vloer in de kapitaalvereisten die resulteren uit interne modellen van banken. Hoewel de hervormingen de afspraken in Bazel op veel punten volgen, is de oproep van DNB voor volledige, consistente en tijdige invoering niet gevolgd ([2023](#)). Hierdoor duurt het langer voordat banken voldoende kapitaal aanhouden voor de risico's in alle portefeuilles en de vergelijkbaarheid van de kapitaalvereisten tussen banken onderling verbetert.

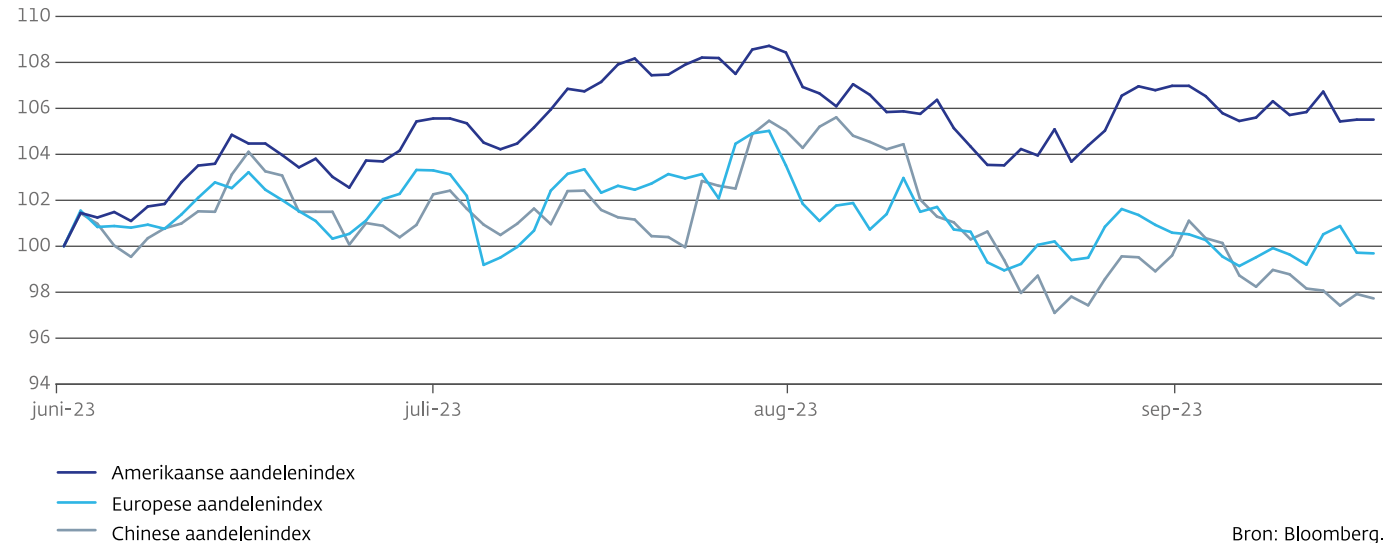
Tegen deze achtergrond zijn de spanningen bij banken en op financiële markten de afgelopen maanden afgenomen. Initieel hebben de problemen in de bankensector voor stevige koersverliezen op aandelenmarkten gezorgd. De afgelopen maanden is de bankenonrust echter afgenomen en zijn aandelenmarkten wereldwijd weer in waarde gestegen als gevolg van afgenomen recessiezorgen in de VS en de verwachting van een verdere daling van inflatie. Zo staan Europese en Amerikaanse aandelenindices op koerswinsten van respectievelijk 12% en 16% sinds begin dit jaar. Sinds het OFS voorjaar 2023 is sprake van regionale verschillen, waarbij Amerikaanse aandelen beter ►

presteren dan Europese en Chinese aandelen (zie figuur 2). Deze verschillende prestaties reflecteren de relatief sterke prestaties van de Amerikaanse economie, terwijl beleggers bezorgd zijn over de afkoeling van de Europese economie en de tegenvallende economische groei in China. Binnen de Amerikaanse markt blijven partijen wel zorgen houden over de vooruitzichten van de regionale bankensector. Regionale banken in de VS zijn genoodzaakt weggestroomde deposito's te vervangen met duurder (markt)financiering, waardoor winsten onder druk staan. Hiervan is in Europa tot op heden overigens nauwelijks sprake, waardoor Europese banken beter presteren. Zo handelen aandelen van Europese banken gemiddeld 15% hoger dan begin dit jaar (versus -20% voor Amerikaanse regionale banken). Bovendien hebben Nederlandse banken over de eerste helft van dit jaar hogere winsten gerapporteerd dan voorgaande jaren dankzij hogere netto rentebaten. De netto rentebaten zijn toegenomen doordat banken de beleidsrente deels en vertraagd laten doorwerken in de spaarrentes (zie '[Risico's voor financiële instellingen veranderen](#)'). Recente voornemens in enkele landen, waaronder Nederland, om de bankenbelasting te verhogen, hebben aandelenkoersen van banken wel enigszins onder druk gezet.

Ondertussen blijven rentes wereldwijd verder stijgen. Door de combinatie van hogere beleidsrentes van centrale banken en verbeterde groeivoorzichten in de VS, zijn de tienjaarsrentes voor Duitse (2,8%) en Amerikaanse staatsobligaties (4,5%) opgelopen naar het hoogste niveau van het afgelopen decennium. Markten voorzien dat de inflatie het komende jaar geleidelijk zal terugkeren richting de doelstelling van centrale banken. Tegen

Figuur 2 Regionale aandelenmarkten reflecteren verschillen in economische vooruitzichten

Index, 1 juni 2023=100



Bron: Bloomberg.

die achtergrond houden marktpartijen rekening met renteverlagingen. Wel zijn markten recent voorzichtiger geworden over dalende renteverwachtingen, als gevolg van de hardnekkige inflatie. Zo wezen rentederivaten afgelopen mei op een eerste renteverlaging van de ECB in maart 2024, maar is deze verwachting recentelijk verschoven naar juli 2024.

Al met al blijft de volatiliteit op rentemarkten hoog door aanhoudende onzekerheid over de vooruitzichten voor economische groei en inflatie. De (verwachte) volatiliteit op

Europese en Amerikaanse rentemarkten blijft historisch gezien op een verhoogd niveau. Dit impliceert dat beleggers de nodige risico's en onzekerheid over de economische vooruitzichten voorzien. Dit hangt onder meer samen met de voortdurende Russische oorlog tegen Oekraïne en daaraan gerelateerde spanningen op de gasmarkt. Ook de inflatievoorzichten zijn onzeker, waarbij onder andere loondruk een opwaarts risico vormt. Deze onzekerheid is onder meer terug te zien in de gestegen vergoeding voor het nemen van inflatierisico's op de middellange termijn. Deze noteert inmiddels op 2,6% ►

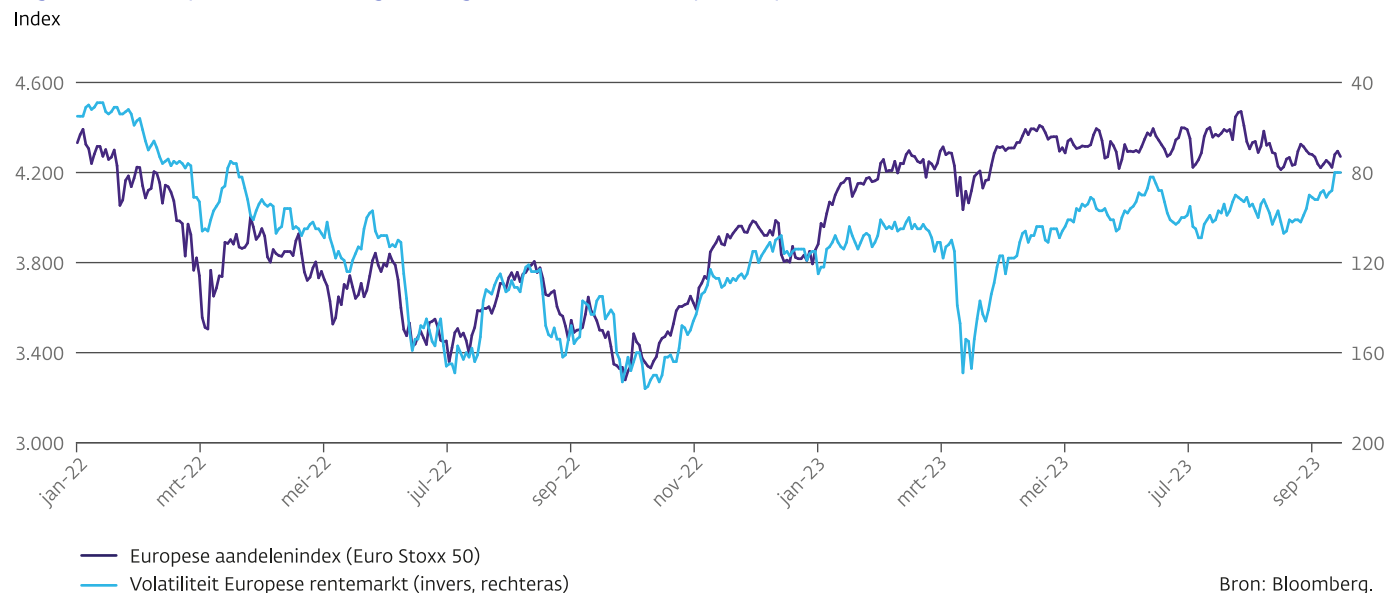
(o.b.v. vijfjarige inflatieswaps), het hoogste niveau van het afgelopen decennium. De markt houdt bovendien rekening met een scenario van aanhoudend hoge inflatie. Zo wijzen optieprijzen op een relatief hoge kans dat inflatie over vijf jaar nog boven de 3% of 4% noteert (respectievelijk 38% en 16%). Het blijft zodoende de vraag welke renteniveaus voor welke periode nodig zijn om de inflatie terug te brengen, waarbij markten in toenemende mate voorzien dat centrale banken de huidige hoge renteniveaus langer vasthouden. Als gevolg van de economische onzekerheid reageren rentemarkten sterk op nieuwe data die meer inzicht geven in de groei- en inflatievooruitzichten. Bij toenemende risico's en onzekerheid rond de economische vooruitzichten kan de volatiliteit op rentemarkten verder toenemen. Deze onzekerheid en hogere volatiliteit op rentemarkten kan de risicobereidheid onder beleggers verminderen en op aandelenmarkten zorgen voor koersverliezen (zie figuur 3).

In dit OFS: risico's in de transitie naar hogere rentes en risico's van commercieel vastgoed.

De transitie naar minder ruime financiële condities heeft effect op de financiële stabiliteit.

Mede door de stijgende rentes verkrappen momenteel de financiële condities. Een dergelijke transitie kan risico's met zich meebrengen en legt kwetsbaarheden in het financiële systeem bloot, zoals eerder dit jaar bij enkele Amerikaanse banken. In het hoofdstuk '[Risico's in de transitie naar hogere rentes](#)' worden de belangrijkste risico's van de transitie naar minder ruime financiële condities op de financiële stabiliteit

Figuur 3 Europese aandelen gevoelig voor volatiliteit op Europese rentemarkten



Bron: Bloomberg.

uiteengezet. Daarbij ligt de focus op drie soorten risico's, namelijk: liquiditeitsrisico's op financiële markten, rente- en kredietrisico's voor financiële instellingen en schuldhoudbaarheid van overheden. Voor deze risico's zijn ook beleidsboodschappen geformuleerd. Daarbij is overigens positief dat Nederlandse financiële instellingen dankzij de solide kapitaalposities een goed vertrekpunt kennen. Zo hebben banken een gemiddelde kernkapitaalratio van 17% en ligt de gemiddelde solvabiliteitsratio van Nederlandse verzekeraars (190% voor leven en 180% voor schade) ruim boven de vereisten.

Bij pensioenfondsen is de dekkingsgraad sterk verbeterd en bedraagt de gemiddelde nominale beleidsdekkingsgraad momenteel circa 120%.

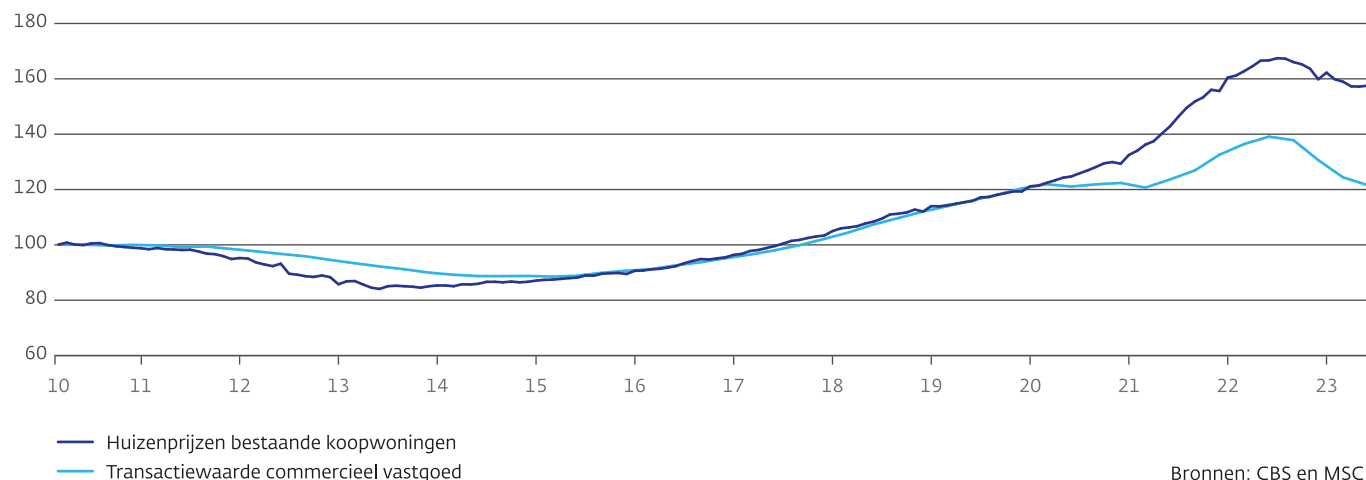
De minder ruime financiële condities zorgen ook voor aanhoudende druk op de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed. Bij vastgoed kan onderscheid gemaakt worden tussen panden die eigendom zijn van bedrijven (*commercieel vastgoed*) en panden die eigendom zijn van particulieren (*huizenmarkt*). ►

Sinds midden 2022 is de transactiewaarde van commercieel vastgoed met 13% gedaald (figuur 4). De combinatie van structurele veranderingen (zoals de populariteit van e-commerce en toename van thuiswerken) en cyclische factoren (waaronder minder ruime financiële condities) zet de markt voor commercieel vastgoed in alle segmenten onder druk. Op de huizenmarkt, die qua omvang groter is dan de markt voor commercieel vastgoed, neemt de afkoeling van prijzen af. Na een verdubbeling in het afgelopen decennium, zijn huizenprijzen sinds de renteverhogingen in 2022 met 6% gedaald (CBS). Het grootste gedeelte van deze daling heeft plaatsgevonden in de tweede helft van 2022. Tegelijk lijkt de daling nu af te vlakken (figuur 4). Zo is de nominale huizenprijsindex in het tweede kwartaal van 2023 (maand op maand) niet veranderd en is het transactievolume licht gestegen ten opzichte van het voorgaande kwartaal.

Vanwege de aanhoudende druk op de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed neemt dit OFS de risico's hiervan voor financiële instellingen onder de loep. Dergelijke risico's zijn een specifiek voorbeeld van de eerder benoemde toename in kredietrisico's bij financiële instellingen, zoals beschreven in het hoofdstuk 'Risico's in de transitie naar hogere rentes'. Nederlandse financiële instellingen zijn actief in deze markt via leningen aan vastgoedbeleggers, eigen investeringen in vastgoed of investeringen in vastgoedfondsen. Zo zijn Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen gezamenlijk voor 360 miljard euro blootgesteld aan de commercieel vastgoedmarkt. Vanwege de uitdagende vooruitzichten in meerdere Europese markten voor

Figuur 4 Transactiewaarde van commercieel vastgoed blijft dalen, maar daling huizenprijzen vlakt af

Index, 2010=100



commercieel vastgoed, heeft de European Systemic Risk Board (ESRB) de macroprudentiële autoriteiten in Europa begin dit jaar geadviseerd om de risico's van commercieel vastgoed te monitoren en waar nodig maatregelen te treffen. Het hoofdstuk '[Risico's van commercieel vastgoed](#)' brengt de risico's van de Nederlandse commercieel vastgoedmarkt voor Nederlandse financiële instellingen in kaart en onderzoekt of beleidsactie nodig is.

Het risicobeeld verslechtert door structurele risico's
De gevolgen van klimaatverandering en natuurverlies zijn steeds vaker zichtbaar. De hogere temperaturen wereldwijd

gaan gepaard met een toename van extreme weersverschijnselen, waarvan in 2023 vele voorbeelden zichtbaar zijn. De financiële schade van dit extreme weer kan significante impact op financiële instellingen hebben. Ook benadrukt de toename in extreem weer het belang van een versnelde energietransitie, met grotere transitierisico's tot gevolg. Deze klimaatrisico's hangen bovendien nauw samen met natuurgerelateerde risico's, die door klimaatverandering worden versterkt. Zo zorgt klimaatverandering voor natuurverlies, een effect versterkt door extreme weersverschijnselen, zoals bosbranden. Tegelijk versterkt biodiversiteitsverlies op zijn beurt weer de gevolgen van ►

klimaatverandering, bijvoorbeeld doordat CO₂ vrijkomt die in de natuur was opgeslagen. De negatieve effecten van fysieke en transitierisico's op het financiële systeem nemen toe wanneer financiële instellingen niet tijdig en adequaat beheersingsmaatregelen treffen. Zo heeft DNB in de studie 'Op weg naar een duurzame balans' geconcludeerd dat financiële instellingen duurzaamheidsrisico's, waaronder risico's van klimaatverandering en natuurgerelateerde risico's, nog onvoldoende meenemen in hun kernprocessen (2021). Om adequaat risicobeheer te borgen worden klimaat- en natuurgerelateerde risico's integraal onderdeel van het reguliere toezicht van DNB (2023). DNB publiceert binnenkort samen met Planbureau voor de Leefomgeving een Occasional Study over natuurgerelateerde risico's voor de financiële stabiliteit.

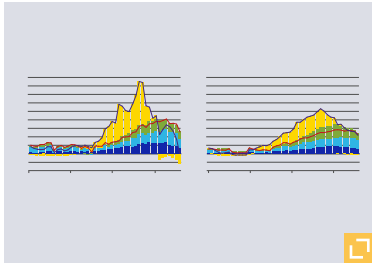
Daarnaast moeten Nederlandse financiële instellingen waakzaam blijven voor diverse cyberdreigingen, waaronder DDoS en ransomware aanvallen. In de afgelopen zes maanden zijn in toenemende mate DDoS aanvallen uitgevoerd op websites van onder andere Nederlandse financiële instellingen. Mede door de weerbaarheid van financiële instellingen is de impact van deze aanvallen tot dusver beperkt. De hoeveelheid aanvallen is onvoorspelbaar, maar lijkt enig verband te houden met de Nederlandse steunbetuigingen aan Oekraïne. Financiële instellingen dienen bovendien waakzaam te zijn dat deze hacktivisten andere geavanceerdere cyberwapens – zoals *ransomware* – kunnen ontwikkelen. Hoewel het afgelopen halfjaar

geen majeure *ransomware* aanvallen zijn uitgevoerd op Nederlandse financiële instellingen, zijn internationaal wel financiële instellingen slachtoffer geworden. Zo hebben *ransomware* aanvallen op de Australische verzekeraar MediBank en Spaanse bank Globalcaja tot veel schade geleid.

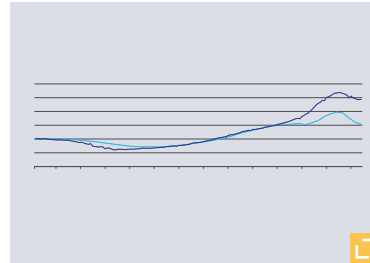
Ook in de uitbestedingsketen van financiële instellingen ontstaan cyberrisico's. Financiële instellingen maken in toenemende mate gebruik van derde partijen voor het uitvoeren van hun bedrijfsprocessen. Het uitbesteden van dergelijke processen kan de efficiëntie en de beveiliging van bedrijfsvoering verhogen, maar verhoogt tegelijk het aantal mogelijke ingangen voor cyberaanvallen. Daarnaast zijn financiële instellingen dan (ook) afhankelijk van de veiligheid en de uitvoering van het risicomanagement bij derde partijen. Het toenemende gebruik van uitbestedingen kan daarnaast ook gepaard gaan met concentratierisico's, omdat meerdere financiële instellingen soms processen uitbesteden aan dezelfde partij. In dat geval kan een verstoring bij één derde partij leiden tot problemen bij meerdere financiële instellingen. Het is daarom belangrijk dat financiële instellingen hun leveranciersketens goed in kaart brengen en de afhankelijkheden regelmatig aan security- of crisis managementtesten onderwerpen.

Overige actuele risico's voor de financiële stabiliteit zijn schematisch weergegeven in de risicokaart. De 'risicokaart' schetst welke risico's DNB ziet voor de financiële stabiliteit en hoe de risico's zich ten opzichte van de vorige OFS editie ontwikkeld hebben. Overigens worden niet alle risico's in de risicokaart uitgelicht in dit OFS, bijvoorbeeld omdat deze risico's in eerdere edities van het OFS of in separate publicaties van DNB aan bod zijn gekomen. ■

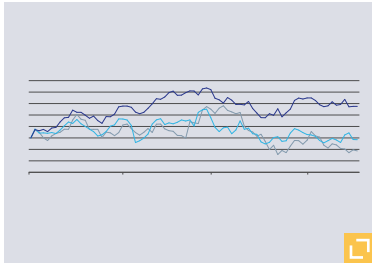
Figuren



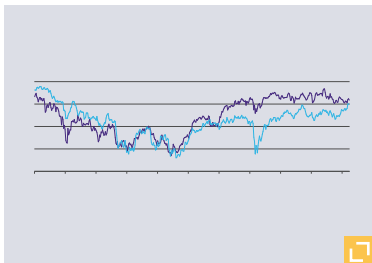
Inflatie lager dan in
eurozone, kerninflatie
hoger
[Bekijk figuur 1 →](#)



Transactiewaarde van
commercieel vastgoed
blijft dalen, maar daling
huizenprijzen vlakt af
[Bekijk figuur 4 →](#)

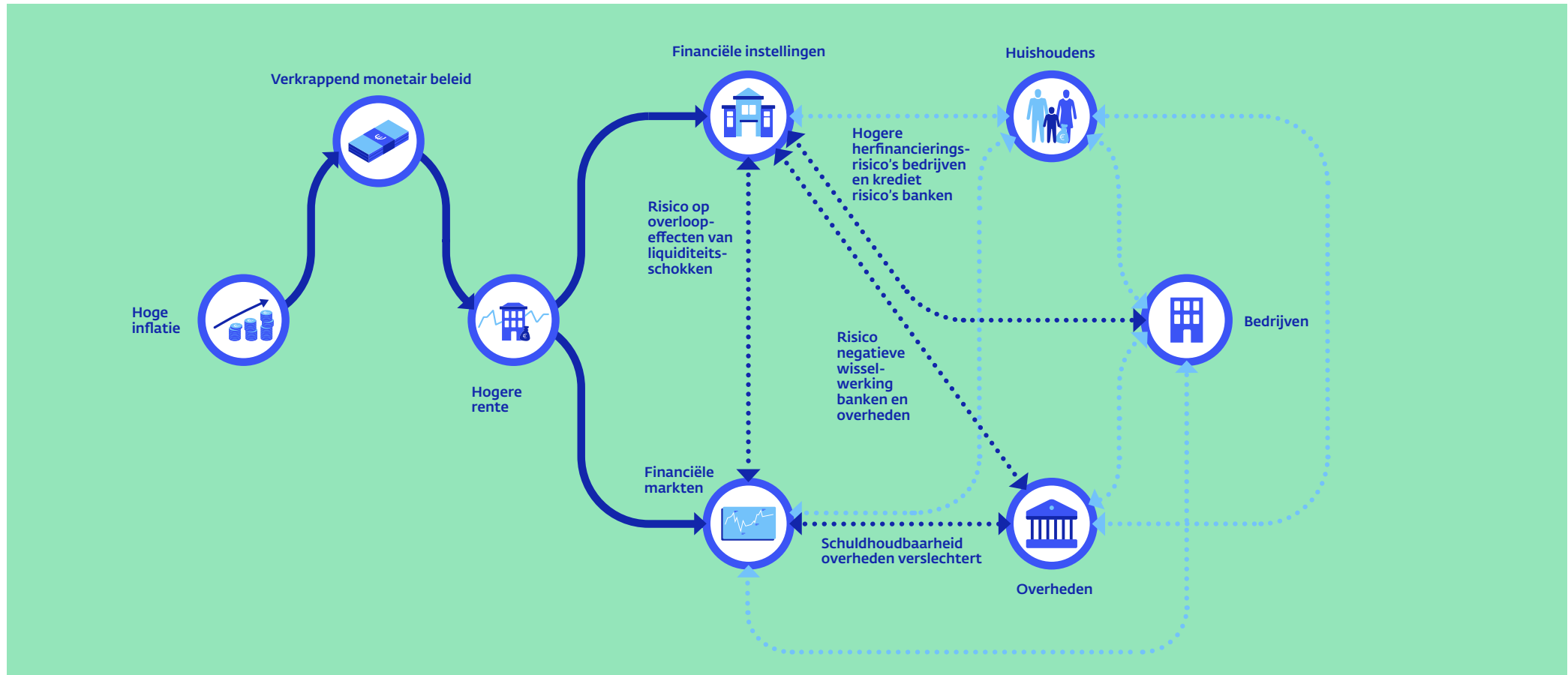


Regionale aandelen-
markten reflecteren
verschillen in economische
vooruitzichten
[Bekijk figuur 2 →](#)



Europese aandelen
gevoelig voor volatiliteit
op Europese rente-
markten
[Bekijk figuur 3 →](#)

Stijgende rentes merken we allemaal



Risico's in de transitie naar hogere rentes

Om de hoge inflatie te bestrijden, verkrappen centrale banken hun monetair beleid. Hoge inflatie betekent dat prijzen sterk stijgen, waardoor de kosten voor huishoudens en bedrijven toenemen. Zonder compensatie van inkomen en verkoopprijzen verslechtert de financiële positie van respectievelijk huishoudens en bedrijven. Snelle veranderingen van prijzen zorgen voor onzekerheid in de reële economie. Het risico bestaat dat deze onzekerheid de economie remt, waardoor het aantal faillissementen en de werkloosheid oplopen. Hoge inflatie zorgt daarnaast voor een herverdeling van vermogen en inkomen in de maatschappij. Deze herverdeling is niet gebaseerd op overheidsbeleid en kan negatieve sociaaleconomische effecten tot gevolg hebben. Vanwege deze onwenselijke effecten van hoge inflatie, verkrappen centrale banken hun beleid.

Na een lange periode van ruime financiële condities verkrappen condities momenteel, maar volledige doorwerking in de economie kost enige tijd. Financiële condities worden doorgaans gemeten met een financiële conditie index (FCI). Deze FCI-index vat de impact van een groot aantal financiële indicatoren op toekomstige economische groei samen. Sinds het derde kwartaal van 2022 zijn financiële condities in Nederland sterk verkrapt (zie figuur 5), voornamelijk als gevolg van het monetaire beleid en de daaruit volgende stijging van de rente. Dit betekent dat het voor bedrijven, huishoudens en overheden

Figuur 5 Financiële condities verkrappen in Nederland na een lange periode van ruime financiële condities



Bron: Goldman Sachs Global Investment Research.

Toelichting: Een waarde kleiner dan honderd signaleert financiële condities die de economie stimuleren, terwijl bij een waarde groter dan honderd financiële condities de economie juist afremmen.

duurder is om geld aan te trekken om bestedingen te financieren. Tegelijk zetten bedrijven, huishoudens en overheden de rente op leningen doorgaans voor meerdere jaren vast. Het kost zodoende enige tijd voordat hogere rentes volledig doorwerken in de economie. Zo laat onderzoek zien dat een monetaire beleidsschok in het Eurogebied binnen circa 12 maanden doorwerkt op de

economische groei (Jarocinski en Karadi, 2020), terwijl uit onderzoek van de Amerikaanse centrale bank blijkt dat renteverhogingen pas vijf kwartalen later volledig zijn doorgewerkt in de rentelasten van bedrijven (Boston Fed, 2023). ►

Naar verwachting heeft de transitie naar minder ruime financiële condities langs meerdere dimensies effect op de financiële stabiliteit. De verkrapping van financiële condities is een bewust effect van het monetair beleid om de inflatie in lijn te brengen met de doelstelling. Tegelijk kan deze transitie met neveneffecten voor de financiële stabiliteit gepaard gaan. Deze neveneffecten kunnen ook positief van aard zijn. Zo lijken beleggers op financiële markten risico's recent weer meer in te prijzen en hebben overheden, bedrijven en huishoudens bij een hogere rente minder prikkels om nieuwe schulden op te bouwen. Tegelijkertijd stijgt de kans dat eerder in het systeem opgebouwde risico's materialiseren en nemen door de hogere rentes andere risico's voor de financiële stabiliteit toe. Zo stijgen kredietrisico's voor banken als bedrijven de hogere rentevergoedingen niet kunnen betalen en het onderpand in waarde daalt.

Dit hoofdstuk onderzoekt de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit bij de transitie naar minder ruime financiële condities. Daarbij ligt de focus op drie soorten risico's, namelijk: liquiditeitsrisico's op financiële markten, rente- en kredietrisico's voor financiële instellingen, en schuldhoudbaarheid van overheden. Voor deze risico's zijn passende beleidsboodschappen geformuleerd.

Liquiditeit op financiële markten: grotere kans op volatiliteit en overloopeffecten

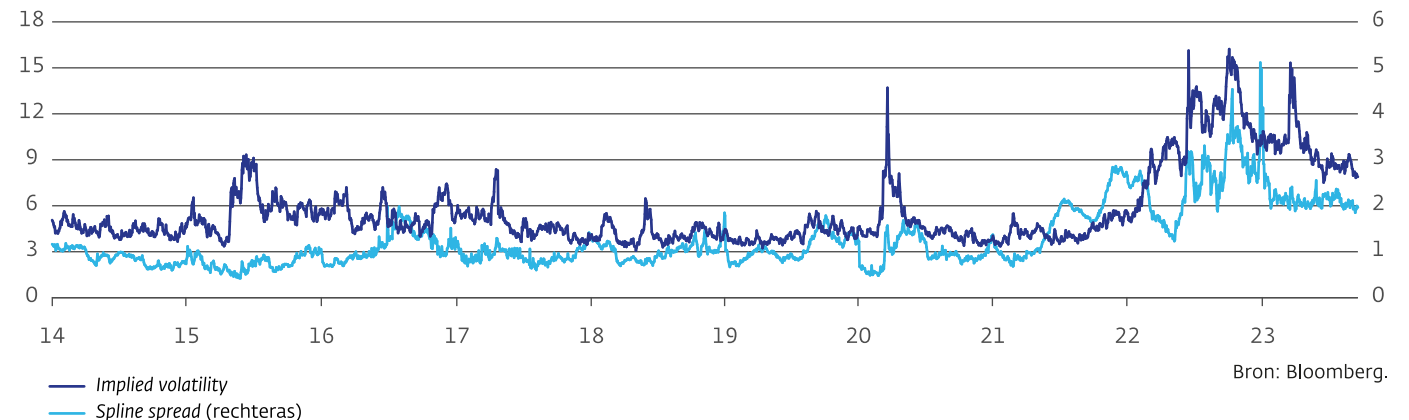
Als gevolg van de toegenomen volatiliteit op financiële markten is de liquiditeit op markten gedaald. Door de hoge inflatie en onzekerheid rondom de economische vooruitzichten is de

volatiliteit op rentemarkten toegenomen, zie '[Rust op financiële markten terug, maar gevoelig voor slecht nieuws](#)'. Wanneer volatiliteit toeneemt, vragen handelaren op financiële markten een extra vergoeding om liquiditeit te verschaffen, omdat het risico voor iedere transactie toeneemt. Dit vertaalt zich in hogere *bid-ask spreads* en minder marktdiepte op een gegeven prijsniveau, waardoor de marktliquiditeit verslechtert. Marktliquiditeit geeft aan in hoeverre het mogelijk is voor handelaren om activa snel te verkopen zonder hoge transactiekosten en sterke prijschommelingen. Naast de hogere volatiliteit, zet ook de dalende vraag naar obligaties druk op de marktliquiditeit. Nu

centrale banken hun herinvesteringen van aankoopprogramma's verder afbouwen, moeten financiële markten deze vraag namelijk absorberen. Tot dusver zijn financiële markten goed in staat deze vraag op te vangen. Na een grote stijging van de volatiliteit en evenredige daling van marktliquiditeit in 2022, zijn beide dit jaar gestabiliseerd. Als gevolg van de aanhoudende onzekerheid over de economische vooruitzichten en hogere volatiliteit bevindt de marktliquiditeit zich echter op een verlaagd niveau. Deze lagere marktliquiditeit kan overigens ook weer bijdragen aan meer volatiliteit, omdat bij een lage liquiditeit de kans op grotere prijschommelingen in de markt toeneemt. ►

Figuur 6 Marktliquiditeit is afgenomen in lijn met een toename in volatiliteit op rentemarkten

Procenten, basispunten



Toelichting: De *implied volatility* is de *futureprijs* van tienjaars Duitse staatsobligaties. De *Spline spread* meet de marktliquiditeit voor deze Duitse staatsobligaties als de gemiddelde afwijking in rente ten opzichte van de gemodelleerde *fair value*. Een hogere *spline spread* wijst op een lagere marktliquiditeit.

Daarnaast is het voor financiële instellingen duurder om financiering op te halen als gevolg van de krappere financieringscondities. Als gevolg van de verdere verkrapping van het monetaire beleid worden de financieringscondities aangescherpt. Dit heeft vanzelfsprekend ook gevolgen voor het gemak waarmee financiële instellingen geld kunnen aantrekken (zogenoemde financieringsliquiditeit). De hogere rentes maken financiering voor financiële instellingen duurder, omdat investeerders een hogere premie willen ontvangen en meer differentiatie tussen instellingen toepassen. Zo is sinds de bancaire onrust in het voorjaar van 2023 meer differentiatie zichtbaar in de financieringskosten van banken, waarbij investeerders kleinere banken als meer risicovol beschouwen (zie 'Box 2 Grotere differentiatie in kosten tussen grote en kleine Europese banken'). Ook nemen de financieringskosten voor banken toe doordat de gunstige leningen van de ECB aan Europese banken (zogenoeten TLTRO leningen) geleidelijk aflopen en door banken vervangen moeten worden met meer kostbare (markt)financiering.

Door de afname van markt- en financieringsliquiditeit neemt het risico op overloopeffecten van liquiditeitsschokken toe.

Financieringsliquiditeit en marktliquiditeit zijn met elkaar verbonden doordat financiële instellingen en andere marktpartijen met elkaar transacties aangaan op verschillende markten. Zo lenen pensioenfondsen in normale tijden op repomarkten voor een korte periode geld uit aan andere marktpartijen in ruil voor hoogwaardig onderpand, waarmee het pensioenfonds geld verdient. In tijden van stress kan deze dynamiek omdraaien, ►

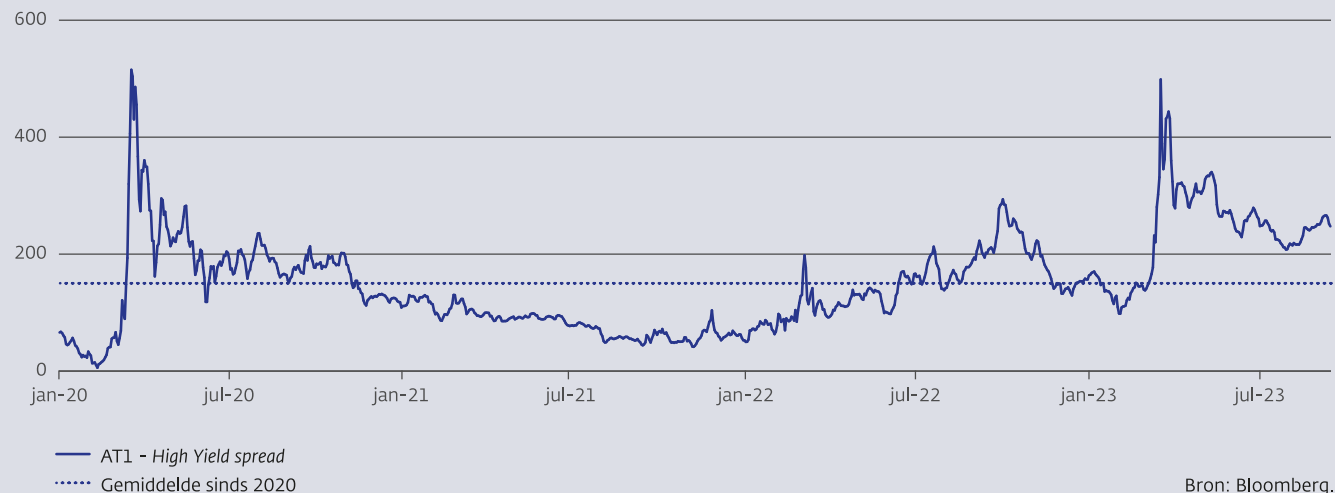
Box 2 Grotere differentiatie in financieringskosten tussen grote en kleine Europese banken

De bankenonrust in maart heeft zijn sporen nagelaten op enkele bancaire deelmarkten. Hoewel de door het faillissement van Credit Suisse opgeschudde markt voor achtergestelde bancaire schuldinstrumenten (de AT1-markt) grotendeels is hersteld, is nog altijd sprake van een hogere risicopremie ten opzichte van risicovol schuld papier van niet-banken (zie figuur 7). Bovendien is sprake van meer differentiatie in financieringskosten tussen kleine en grote banken in een klimaat van stijgende rentes. Beleggers zien

kleine banken over het algemeen als meer risicovol dan hun grotere evenknieën. Deze vorm van risicodifferentiatie nam af in de lage renteomgeving door de zoektocht naar rendement onder beleggers, met relatief lage financieringskosten voor kleine banken tot gevolg. Met de vorig jaar ingezette stijging van rentes is echter sprake van een ommekeer van deze trend. Zo lijken beleggers op schuldmarkten recent meer te differentiëren tussen kleine (meer risicovolle) Europese banken en grotere, veiliger geachte, banken.

Figuur 7 Verschil in spreads op AT1-schuld papier en risicovolle (*high yield*) niet-bancaire bedrijfsobligaties nog altijd hoger dan voor de bankenonrust

Basispunten, *Asset Swap Spread* van euro-gedemineerd schuld papier



Bron: Bloomberg.

omdat pensioenfondsen bij plotselinge rentestijgingen bijvoorbeeld cash nodig hebben om aan hun margeverplichtingen vanuit derivatenportefeuilles te voldoen. Hierdoor kunnen liquiditeitschokken overslaan naar andere markten of instellingen (zogenoemde overloopeffecten). Wanneer liquiditeitsproblemen zich tegelijkertijd voordoen bij meerdere financiële instellingen kan in dergelijk geval het liquiditeitsrisico systemisch worden ([IMF, 2011](#)). Door de afname in markt- en financieringsliquiditeit neemt de kans op dergelijke liquiditeitsschokken en overloopeffecten toe. Een recent voorbeeld van overloopeffecten is de onrust op Britse financiële markten in het najaar van 2022. Door verlies van vertrouwen in het begrotingsbeleid van de regering- Truss, steeg de rente op Britse staatsobligaties plotseling. Vervolgens werden Britse pensioenfondsen geconfronteerd met forse margeverplichtingen waardoor overloopeffecten ontstonden naar repo- en geldmarkten vanwege hun vraag naar cash.

Vanwege het toegenomen risico op liquiditeitsschokken monitort DNB liquiditeitsrisico's in haar toezicht en ziet meerwaarde in het nader analyseren van overloopeffecten.

Banken, pensioenfondsen, verzekeraars en andere financiële instellingen, zoals beleggingsfondsen, dienen in hun liquiditeitsplanning en -management rekening te houden met de toegenomen liquiditeitsrisico's. DNB besteedt in haar toezicht dan ook extra aandacht aan liquiditeitsrisico's, bijvoorbeeld via stresstesten. Zo voert DNB liquiditeit stresstesten uit voor banken (zie [OFS voorjaar 2023](#)). Daarnaast onderzoeken DNB en de AFM op verzoek van het Nederlandse Financieel Stabieleitcomité

(FSC) in welke mate een combinatie van renteschokken en het tijdelijke opdrogen van de repomarkt voor liquiditeitsrisico's bij grote pensioenfondsen zorgt. Voor verzekeraars biedt de lopende herziening van het Solvency II raamwerk mogelijkheden om macroprudentiële elementen, zoals maatregelen om liquiditeitskwetsbaarheden te adresseren, in te voeren. Naast liquiditeitsrisico's voor individuele financiële instellingen vindt DNB het opportuun om systemische liquiditeitsrisico's te onderzoeken, waarbij verkend kan worden in hoeverre het huidige macroprudentiële instrumentarium voldoende is toegesneden om deze risico's adequaat te adresseren (bijvoorbeeld Artikel 458 van de CRR of Artikel 25 van de AIFM-richtlijn voor beleggingsinstellingen).

Risico's voor financiële instellingen veranderen

De toename van bancaire winsten en hogere dekkingsgraden bij pensioenfondsen laten zien dat hogere rentes in beginsel gunstig zijn voor financiële instellingen. Bij banken dragen de hogere rentes bij aan een stijging van de netto rentebaten, doordat banken de marge kunnen vergroten tussen de rente die zij ontvangen op hun activa en de rente die ze betalen voor hun financiering. Deze netto rentebaten hebben tijdens de lage rente omgeving jaren onder druk gestaan, omdat banken terughoudend waren met het doorberekenen van de negatieve beleidsrente in de spaarrente voor huishoudens. Nu banken de hogere beleidsrente gedeeltelijk en vertraagd verwerken in de spaarrente, nemen de netto rentebaten toe en groeien de bankwinsten. Bovendien gaat de doorwerking van de renteverhoging en in uitleenrentes per

definitie geleidelijk, omdat uitstaande bankkredieten een langere rentevaste periode hebben en klanten langere tijd de eerder afgesproken lagere rentes betalen (zie figuur 10). Mede hierdoor zijn de rente-inkomsten van de Nederlandse banken in het eerste kwartaal van 2023 met circa 30% toegenomen ten opzichte van vorig jaar. Ook de financiële positie van pensioenfondsen is verbeterd, mede omdat de hogere rente sterker doorwerkt in de waarde van de verplichtingen dan in de waarde van de activa. Hierdoor kunnen pensioenfondsen de pensioenen (gedeeltelijk) indexeren. In de regel is een hogere rente ook gunstig voor de solvabiliteit en winstgevendheid van verzekeraars, maar het effect daarvan hangt af van het type verzekeraar en de portefeuille.

Tegelijk moeten financiële instellingen scherp blijven op de risico's van de historisch snelle rentestijgingen. De risico's van de renteveranderingen zijn bijvoorbeeld zichtbaar bij Nederlandse levensverzekeraars, die de afgelopen jaren een grote hypotheekportefeuille hebben opgebouwd. Doordat de hypotheekrente flink is gestegen zijn de hypotheekportefeuilles sterk in waarde afgenomen. Mede als gevolg hiervan is de gemiddelde solvabiliteitsratio van levensverzekeraars ten opzichte van vorig jaar gedaald. De toegenomen blootstelling aan hypotheek hangt onder meer samen met de zoektocht naar rendement onder levensverzekeraars, die net als andere financiële instellingen en beleggers de afgelopen jaren hun beleggingsbeleid hebben aangepast aan de lage rente omgeving (zie 'Box 3 [Zoektocht naar rendement houdt aan](#)'). Daarnaast benadrukt de snelle rentestijging het belang van goed beheer van renterisico's bij ►

financiële instellingen. Zoals in de inleiding toegelicht kwamen enkele regionale Amerikaanse banken in het voorjaar in de problemen als gevolg van gebrek aan beheer van het renterisico. Deze banken waren onvoldoende voorbereid op de renteveranderingen, die een inherent onderdeel van het bancaire bedrijfsmodel vormen (zie [OFS voorjaar 2023](#)). Ook Nederlandse banken moeten de renterisico's nauwlettend blijven monitoren en actief bijsturen. Vanwege de relatief lange rentevaste periode aan de activazijde duurt het enige tijd voordat de hogere rente in alle inkomsten is doorberekend. Aangezien de hogere rente snel kan doorwerken in de financieringskosten, is het belangrijk dat banken dit renterisico beheersen. ►

Box 3 Zoektocht naar rendement houdt aan

De verandering in de financiële condities heeft de zoektocht van beleggers en financiële instellingen naar meer rendement nog slechts beperkt afgeremd. In de lage renteomgeving hebben onder meer Nederlandse institutionele beleggers meer risico genomen om het gewenste rendement te behalen (zie [OFS najaar 2019](#)). In deze zogenoemde zoektocht naar rendement hebben pensioenfondsen en verzekeraars hun beleggingen verschoven van veilige activa naar meer risicovolle activa, zoals hypotheek, risicovollere bedrijfsobligaties en aandelen. Als gevolg van de recente

rentestijgingen kunnen beleggers meer rendement behalen op relatief veilige (staats)obligaties, waardoor de prikkel om in risicovolle activaklassen te beleggen afneemt. Vooralsnog heeft dit nog niet geleid tot een substantiële vermindering van het risico in de beleggingsportefeuilles van institutionele beleggers. Verzekeraars en pensioenfondsen hebben - grotendeels via beleggingsfondsen - hun aandeel in de hypotheekmarkt tussen 2016 en 2020 vergroot van 12% naar 20%. In 2023 houden pensioenfondsen en verzekeraars dit marktaandeel tot dusver vast. Ook is bij pensioenfondsen het

Figuur 8 Lichte afname in risicovolle investeringen bij verzekeraars en pensioenfondsen

Procentueel aandeel naar kredietoordeel in bedrijfsobligaties van verzekeraars (links) en vastrentende waarden van pensioenfondsen (rechts)



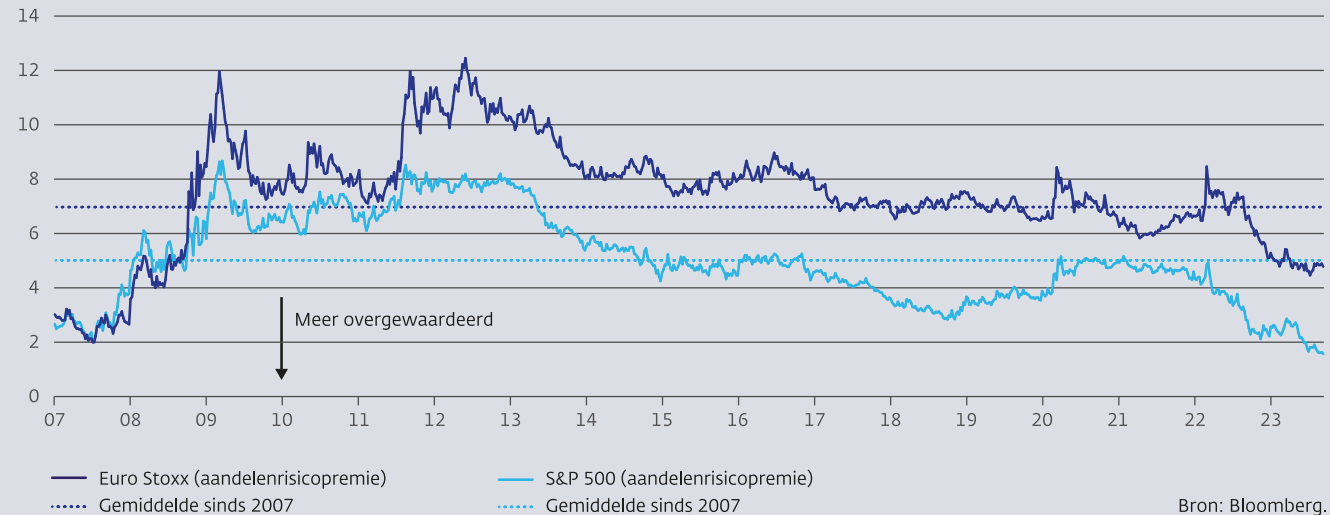
Bron: DNB toezichtstatistiek.

aandeel van obligaties met een kredietoordeel lager dan BBB gestegen van 9% in 2016 naar 13% begin 2022 (figuur 8). Bij verzekeraars is het aandeel van risicovolle bedrijfsobligaties in dezelfde periode toegenomen van 3% naar 5%. Sinds de rentestijging is het aandeel risicovolle obligaties bij pensioenfondsen slechts met 1 procentpunt gedaald, terwijl het aandeel risicovolle bedrijfsobligaties bij verzekeraars grosso modo gelijk is gebleven. Tot slot hebben verzekeraars het grotere aandeel van bedrijfsobligaties en aandelen, die bekend staan als volatieler en minder veilig, in de beleggingsmix niet substantieel gewijzigd. De afname van de zoektocht naar rendement kan tijd kosten. Zo hanteren pensioenfondsen en verzekeraars een lange beleggingshorizon, waardoor het strategisch beleggingsbeleid met een lage frequentie wordt aangepast. Wel maken de aanhoudende blootstellingen aan risicovolle activa, pensioenfondsen en verzekeraars kwetsbaar voor prijscorrecties op deze markten. Deze kwetsbaarheid wordt verder versterkt doordat activaklassen recent meer gelijkgericht bewegen. Zo is sinds vorig jaar sprake van een positieve correlatie tussen aandelen- en obligatieprijzen, waardoor het voor financiële instellingen minder eenvoudig is om beleggingsportefeuilles te diversifiëren.

De relatief hoge waarderingen maken risicovolle activa kwetsbaar voor slechtere groeivoorzichten of een verdere stijging van rentes. Zo laat een uitsplitsing van de drijvers achter de sterke prestaties van Europese aandelen zien dat vooral hogere winstverwachtingen en een daling van de aandelenrisicopremie hebben bijgedragen aan de hoge aandelenkoersen. De schatting van de aandelenrisicopremie is hiermee gedaald tot ruim onder het langjarig gemiddelde. Dat geldt voor zowel Europese als Amerikaanse aandelen (zie

Figuur 9 Beleggers op aandelenmarkten vereisen relatief weinig extra rendement bovenop risicovrij staatspapier

Procenten



Bron: Bloomberg.

Toelichting: De aandelenrisicopremie is berekend als de inverse 'Cyclically Adjusted Price Earnings' (CAPE) ratio minus de reële risicovrije rente. De CAPE is een waarderingsmaatstaf (*price-to-earnings ratio*), waarbij gecorrigeerd wordt voor fluctuaties in bedrijfswinsten gedurende verschillende economische cycli.

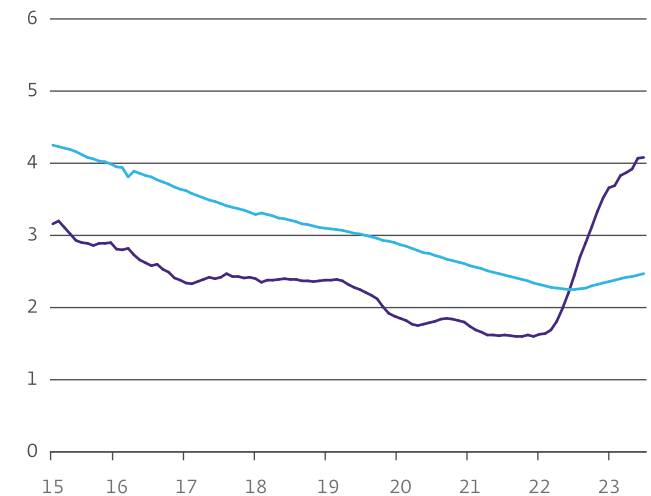
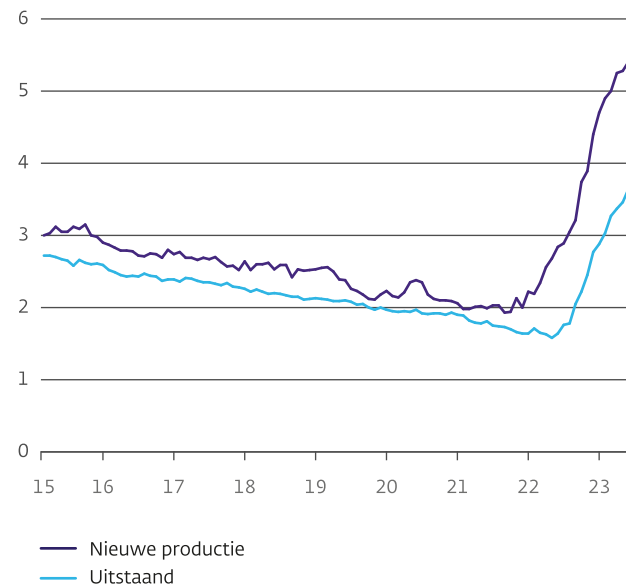
figuur 9). Een lagere aandelenrisicopremie impliceert dat beleggers relatief weinig extra rendement vereisen voor het investeren in (risicovolle) aandelenmarkten ten opzichte van beleggingen in veiligere staatsobligaties. Een lage aandelenrisicopremie wijst er dus op dat aandelenmarkten relatief hoog gewaardeerd zijn. De huidige lage aandelenrisicopremie toont dat beleggers positief zijn over de economische vooruitzichten, waardoor de huidige hoge

waarderingen kwetsbaar zijn voor een verslechtering van de groeivoorzichten. In de VS valt met name de snelle stijging van waarderingen van technologie-aandelen op, onder meer gedreven door de hoge verwachtingen rondom *Artificial Intelligence* (Nasdaq +30%, Nvidia +200%). Ook een verdere stijging van rentes dan momenteel voorzien door beleggers, bijvoorbeeld als gevolg van hardnekkig hoog blijvende inflatie, vormt een risico voor aandelenwaarderingen.

Als gevolg van de hogere rentes nemen de herfinancieringsrisico's bij Nederlandse bedrijven toe. Een significant deel van het Nederlandse bedrijfsleven krijgt op korte termijn met hogere (rente)kosten te maken. Zo loopt 56% van de totale Nederlandse bedrijfsschuld binnen twee jaar af of krijgt te maken met een renteherziening. Herfinancieringsrisico ontstaat als bedrijven de bestaande financiering aan het einde van de looptijd niet tegen een redelijke prijs kunnen vervangen of de hogere rentekosten niet kunnen betalen. Daarbij hangt de omvang van het herfinancieringsrisico af van het verschil tussen de lopende en toekomstige rente. Door de relatief korte looptijd en korte rentevaste periode van bedrijfsleningen (gemiddelde horizon tot een volgende renteherziening of einde looptijd is 2,8 jaar voor de totale bedrijfsleningenportefeuille), werkt de rentestijging relatief snel door in een belangrijk deel van de uitstaande bedrijfsleningen. Zo is voor Nederlandse bedrijfsleningen met een omvang tussen de 250 duizend en 1 miljoen euro het afgelopen jaar de rente op nieuwe leningen met ~2,3 procentpunten gestegen en gemiddeld voor de hele portefeuille met 2,0 procentpunten (zie linkerzijde figuur 10). Daarentegen is het herfinancieringsrisico van huishoudens aanzienlijk lager, door het gebruik van relatief lange rentevaste periodes bij hypotheekleningen. Zo loopt slechts 13% van de hypotheekschuld de komende twee jaar af of is onderhevig aan een renteherziening. Dit lagere herfinancieringsrisico zorgt er voor dat rentestijgingen minder snel doorwerken in de hypotheekportefeuille. Hoewel de rente voor nieuwe hypotheekleningen het afgelopen jaar met 1,7 procentpunten is gestegen, is de gemiddelde rente over alle uitstaande hypotheekleningen met slechts ~0,2 procentpunten toegenomen (zie rechterzijde figuur 10).

Figuur 10 Rentestijging werkt sneller door in uitstaande bedrijfsleningen dan in uitstaande hypotheekportefeuille van banken

Procenten op bedrijfsleningen (links) en woninghypotheken (rechts)



Bron: DNB Rentestatistiek.

Toelichting: Nieuwe productie bedrijfsleningen betreft leningen tussen 0,25 en 1 miljoen euro.

Vanwege de herfinancieringsrisico's en lagere terugbetaalcapaciteit bij bedrijven en huishoudens nemen de kredietrisico's voor financiële instellingen toe. Naast de hogere herfinancieringsrisico's zet de hoge inflatie de terugbetaalcapaciteit van bedrijven en huishoudens onder druk. De hoge inflatie verlaagt namelijk het bestedingsvermogen van bedrijven en huishoudens, vooral wanneer bedrijven prijsstijgingen niet kunnen doorberekenen

aan klanten. Bij huishoudens heeft de hoge inflatie bovendien voor een daling van de reële inkomens - en daarmee de terugbetaalcapaciteit - gezorgd. De hogere herfinancieringsrisico's en lagere terugbetaalcapaciteit kunnen voor een toename van kredietrisico's bij financiële instellingen zorgen. Hoewel het aantal faillissementen onder Nederlandse bedrijven het afgelopen jaar met 52% is gegroeid, bevindt het aantal faillissementen zich nog steeds onder het ►

niveau van voor de covid-19 pandemie. Daarbij valt op dat het aantal faillissementen tijdens de pandemie uitzonderlijk laag is geweest. Vooralsnog vertaalt de lichte stijging in bedrijfs-faillissementen zich niet in een toename van niet-presterende bedrijfsleningen bij banken, waarvan het niveau op circa 3,1% van alle uitstaande bedrijfsleningen ligt. Tegelijk is het wel belangrijk dat financiële instellingen zich voorbereiden op een potentiële toename van niet-presterende leningen in de toekomst.

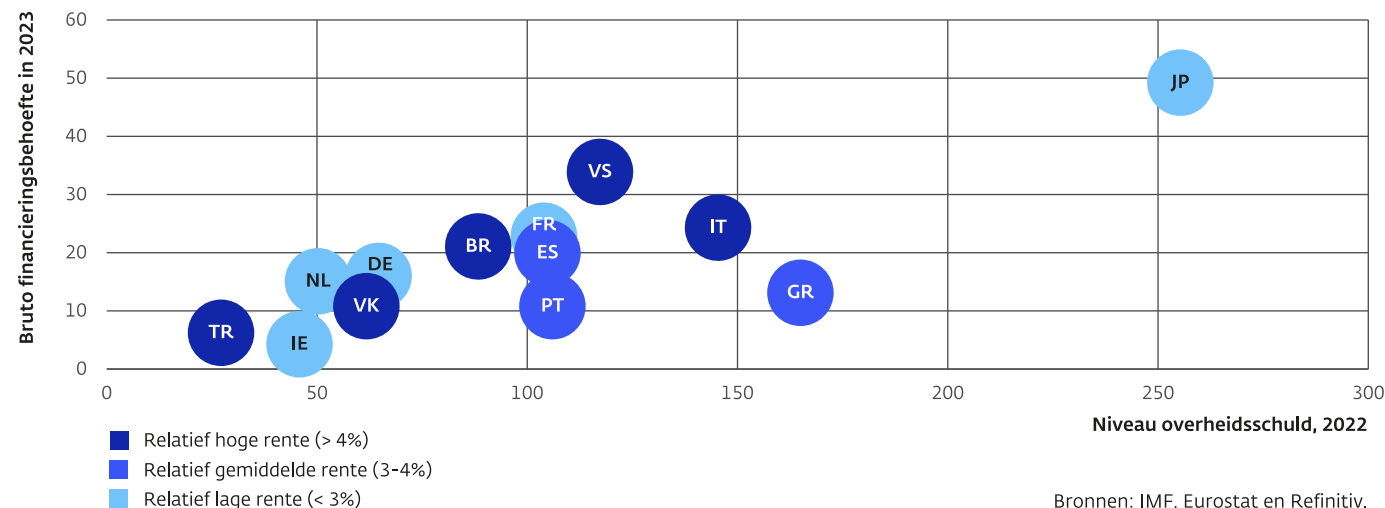
Gelet op de toegenomen rente- en kredietrisico's is het van belang dat banken weerbaar en waakzaam blijven. Nederlandse banken hebben een goede financiële positie. Ook de maatregelen die DNB recent heeft getroffen hebben hieraan bijgedragen. Zo heeft DNB in 2022 en 2023 de contracyclische kapitaalbuffer voor banken verhoogd, zodat banken bij financiële stress of in reactie op economische schokken extra ruimte hebben om verliezen op te vangen en tegelijkertijd de kredietverlening op peil te houden (zie [OFS voorjaar 2023](#)). De bankenonrust begin dit jaar heeft laten zien dat adequate regelgeving en toezicht belangrijk zijn om de weerbaarheid van banken te borgen. Helaas is op Europees niveau door de politiek besloten de laatste reeks hervormingen van het bancaire kapitaalraamwerk niet volledig in lijn met de mondiale afspraken in te voeren. Anders zouden banken hogere buffers moeten aanhouden, en bovendien eerder dan nu is voorzien in de Europese wetgeving. Hierdoor zouden banken dus ook minder winst kunnen uitkeren. Daarnaast is waakzaamheid voor toegenomen risico's geboden. De effecten van de krappere financiële condities werken immers met vertraging door in de

financieringskosten van bedrijven en huishoudens, en daarmee in de kredietrisico's. Dit maakt banken kwetsbaar voor potentiële verliezen in de toekomst. Ook zijn kredietrisico's vertraagd zichtbaar in de data. Het is dus belangrijk dat banken de toegenomen risico's en toekomstige weerbaarheid meewegen bij de vormgeving van het eigen kapitaalbeleid. Voor de grote Nederlandse banken wordt dit vanuit een microprudentieel

oogpunt uiteindelijk beoordeeld door de Supervisory Board van de ECB, verantwoordelijk voor het Europese banktoezicht. Tegen deze achtergrond is het recente voorstel van de Tweede Kamer relevant om – in het licht van de toegenomen winsten van banken – de belasting voor Nederlandse banken te verhogen. Het besluit om extra belasting te heffen op banken is aan de politiek. Vanuit prudentieel perspectief is het wenselijk dat de vormgeving van ►

Figuur 11 Japan, VS en Italië hebben relatief hoge schuldniveaus en financieringsbehoefte

Procenten bbp



Bronnen: IMF, Eurostat en Refinitiv.

Toelichting: De rente betreft het rendement op tienjaars overheidspapier per ultimo augustus 2023.

een extra bankenbelasting de weerbaarheid van banken niet ondermijnt en aansluit bij het doel, namelijk de bancaire winsten die in Nederland behaald zijn additioneel te belasten. Met een structurele verhoging van de huidige bankenbelasting, die gericht is op het adresseren van de impliciete subsidie voor het zogenoemde *Too Big To Fail* risico en afhangt van de mate waarin een bank zich met schulden financiert, is deze aansluiting er niet. Ook kan een structurele belastingverhoging zoals de huidige effect hebben op de toekomstige mogelijkheden van banken om verdere buffers op te bouwen.

Schuldhoudbaarheid van overheden: risico's kunnen opnieuw opspelen

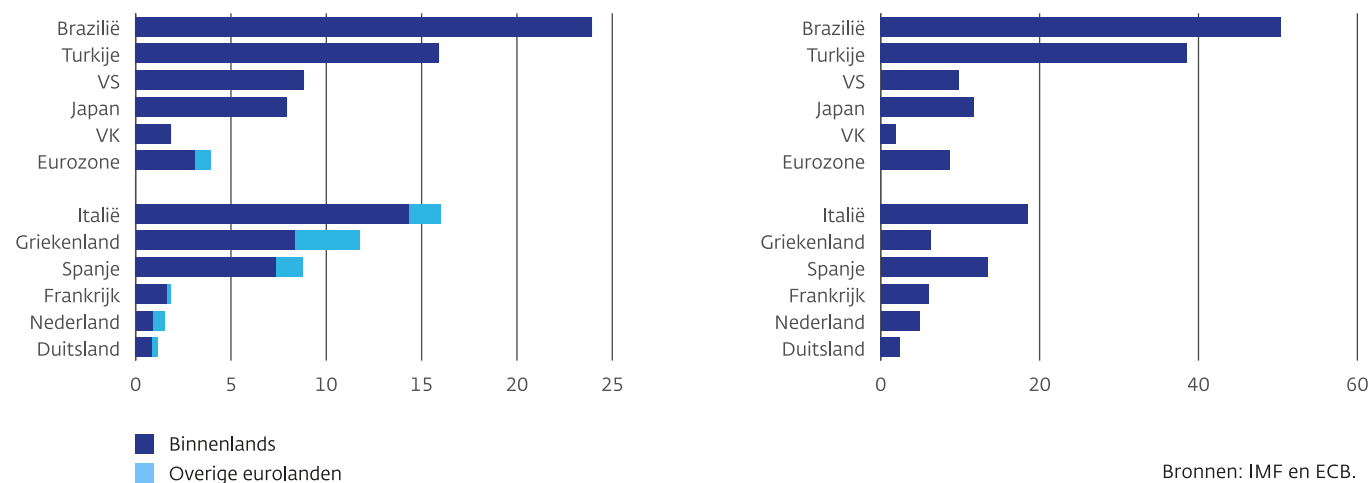
Door de hogere rente verslechtert de schuldhoudbaarheid van overheden. De schuldhoudbaarheid van overheden wordt bepaald door een combinatie van onderling samenhangende factoren, waaronder het renteniveau, de financieringsbehoefte, het niveau van de overheidsschuld, de economische vooruitzichten en het begrotingsbeleid. Het afgelopen decennium is de schuld van overheden in verhouding tot de economische groei wereldwijd en in Europa gegroeid. Overheden van onder meer Japan, de Verenigde Staten, Italië en Spanje hebben een overheidsschuld die groter is dan het bbp (zie figuur 11). Hoewel de hoge inflatie via een hoger bbp een positief effect heeft gehad, blijven de schuldniveaus hoog in verhouding tot de economische activiteit. Nu de rentes op staatsobligaties zijn toegenomen, wordt de financiering voor overheden duurder. Over de linie zijn de rentes op staatsobligaties in vergelijking met 2021 gestegen, al verschilt

de hoogte van de rente tussen overheden. Overheden in de Verenigde Staten, Italië en Spanje hebben bijvoorbeeld een minder gunstige schuldhoudbaarheidspositie door een combinatie van een hoog schuldniveau, een hoge financieringsbehoefte en een relatief hoge rente. Daarnaast hebben ongunstige economische vooruitzichten en een procyclisch begrotingsbeleid een negatieve invloed op de schuldhoudbaarheid. Zo heeft kredietbeoordelaar Fitch recent de kredietwaardigheid van de VS mede verlaagd vanwege het stijgende begrotingstekort en houdt de politieke onrust over de opheffing van het schuldenplafond aan.

Ook voor Nederland is het belangrijk om nu beheerst begrotingsbeleid te voeren. Ondanks de relatief lage schuldquote van Nederland komt het Nederlandse begrotingstekort zonder bijsturing naar verwachting de komende jaren boven de 3% van het bbp uit, wat in strijd is met de Europese begrotingsregels (CPB). Een dergelijk tekort is op de lange termijn onhoudbaar en leidt naar verwachting tot een stijging van de staatsschuld tot boven de Brusselse 60%-norm rond 2030. Daarom is een koerscorrectie van het volgende kabinet nodig (zie [rapport 17e Studiegroep Begrotingsruimte](#)). Houdbare overheidsschulden in ►

Figuur 12 Verwevenheid tussen nationale overheden en banken verschilt tussen landen

Overheidsschuld op bankbalans als percentage van bankbalans in eigen valuta (links) en totale overheidsschuld (rechts)



Bronnen: IMF en ECB.

economisch goede tijden, geven overheden bovendien de mogelijkheid om stabiliserend begrotingsbeleid te voeren in een periode van crisis. Daarom is het belangrijk om in normale tijden voldoende afstand tussen het feitelijke tekort en de Europese 3%-norm aan te houden. Zo heeft ruime overheidssteun tijdens de covid-19 pandemie bijgedragen aan de beperkte krimp en het snelle herstel van de Nederlandse economie. Ook heeft de overheid bij de energieprijsstijgingen in 2022 steun aan huishoudens kunnen verlenen om het koopkrachtverlies te dempen. Als de overheid in normale omstandigheden structureel een te ruim begrotingsbeleid voert, kan dit op termijn de schuldhoudbaarheid in gevaar brengen. Bovendien verkleint dergelijk beleid de mogelijkheden om stabiliserend begrotingsbeleid in een volgende crisis te voeren. De buffers voor stabiliserend beleid moeten immers in goede tijden worden aangelegd.

Tegelijk is in sommige landen de schuldhoudbaarheid van de overheid sterk verbonden met de financiële positie van nationale banken. Banken en overheden zijn van nature met elkaar verbonden, omdat banken overheidsobligaties aanhouden voor het uitvoeren van reguliere activiteiten en liquiditeitsbeheer. Ook kunnen banken leningen aan overheden verstrekken. Er is sprake van grote verwevenheid tussen banken en overheid als een significant deel van de bankbalans uit blootstellingen aan de nationale overheid bestaat en banken daarmee een aanzienlijk

deel van de overheidsschuld in handen hebben. Door de gunstige behandeling van staatsobligaties van de eigen overheid in prudentiële regelgeving, hebben banken een stimulans om een hoge blootstelling aan de nationale overheid op te bouwen. De balans van Italiaanse banken bestaat bijvoorbeeld voor bijna 15% uit vorderingen op de eigen overheid (linkerzijde figuur 12), terwijl Italiaanse banken tegelijkertijd ongeveer 20% van de Italiaanse overheidsobligaties in handen hebben (rechterzijde figuur 12). In bijvoorbeeld Nederland, Duitsland en Frankrijk is deze verwevenheid kleiner. Deze verwevenheid tussen overheden en de nationale bankensector is ook buiten Europa, waaronder in Brazilië en Turkije zichtbaar. Zo vormt de Braziliaanse overheidsschuld bijna 25% van de balans van Braziliaanse banken, waarmee deze banken bijna de helft van de nationale overheidsschuld in handen hebben.

In de transitie naar krappere financiële condities kan de negatieve wisselwerking tussen overheden en banken weer opleven. In een aantal landen is de nationale overheid zoals beschreven sterk verweven met de nationale bankensector, wat in de nasleep van de financiële crisis in 2008 tot een negatieve wisselwerking heeft geleid. Dit laatste kan op twee manieren verlopen. Allereerst zijn banken kwetsbaar voor verslechtering van de schuldhoudbaarheid van de overheid, omdat bij een rentestijging de marktwaarde van staatsobligaties daalt en

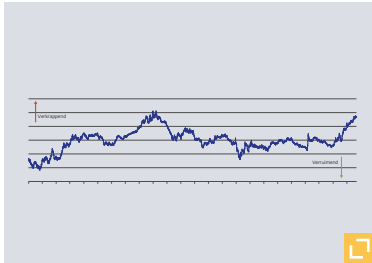
banken verlies lijden op obligatieposities.² Ten tweede is de nationale overheid gevoelig voor financiële problemen bij banken, omdat publieke middelen ingezet kunnen worden wanneer (grote) banken met een belangrijke functie in de economie in de problemen komen. Met de transitie naar krappere financiële condities neemt het risico op deze negatieve wisselwerking toe, omdat de overgang kwetsbaarheden van banken kan blootleggen en de schuldhoudbaarheid van overheden verslechtert. Daarnaast kunnen renteveranderingen voor hogere volatiliteit in markten voor staatsobligaties leiden.

Om het risico op een negatieve wisselwerking tussen overheden en banken te verkleinen is het wenselijk dat overheden hun schulden afbouwen en standaardzetters de gunstige behandeling van deze blootstellingen herzien. Een lager schuldniveau heeft een positief effect op de schuldhoudbaarheid en vermindert daarmee het risico dat sluimert in een grote verwevenheid tussen banken en hun eigen overheden. In Europa zou de lopende herziening van het Stabiliteits- en Groeipact een prikkel aan overheden kunnen geven om hun schuld via een realistisch pad verder af te bouwen. Daarnaast is het op mondiaal niveau nodig om de gunstige behandeling van (nationale) overheidsschuld in de prudentiële regelgeving van banken op het gebied van kapitaal, liquiditeit en grote blootstellingen te herzien. Bijvoorbeeld door kapitaalopslagen voor

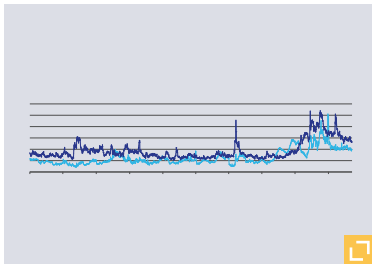
² Dit verlies ontstaat direct als de staatsobligaties tegen marktwaarde op de balans staan. Anders ontstaat het verlies bij verkoop van de obligaties.

staatsobligaties (vanaf een bepaalde risicoconcentratie) voor te schrijven. Een herziening van de gunstige behandeling zorgt ervoor dat banken de risico's van staatsschuld beter meenemen en geeft banken een prikkel om de verwevenheid met eigen overheden te beperken. Een eerste stap in het verbreken van deze verwevenheid is om op mondiaal niveau de risico's beter in kaart te brengen en regelmatig te monitoren. Daarbij is het belangrijk dat meer landen de vrijwillige, mondiale rapportage bij banken in hun jurisdictie uitvragen. ■

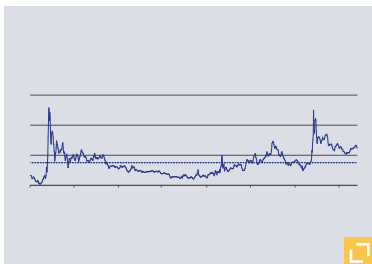
Figuren



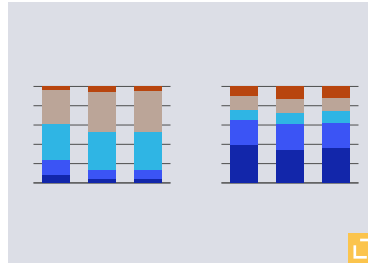
Financiële condities
verkrappen na een lange
periode van ruime
financiële condities
in Nederland
[Bekijk figuur 5 →](#)



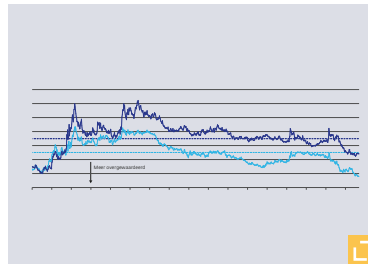
Marktliquiditeit is
afgenomen in lijn met een
toename in volatiliteit op
rentemarkten
[Bekijk figuur 6 →](#)



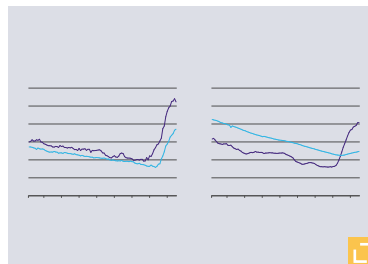
Verskil in spreads op
AT1-schuldpapier en
risicovolle (high yield)
niet-bancaire
bedrijfsobligaties nog
altijd hoger dan voor de
bankenonrust
[Bekijk figuur 7 →](#)



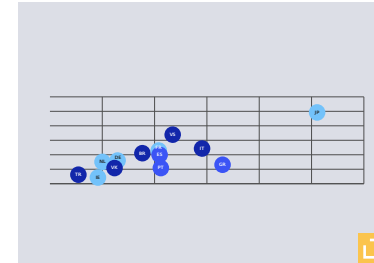
Lichte afname in
risicovolle investeringen
bij verzekeraars en
pensioenfondsen
[Bekijk figuur 8 →](#)



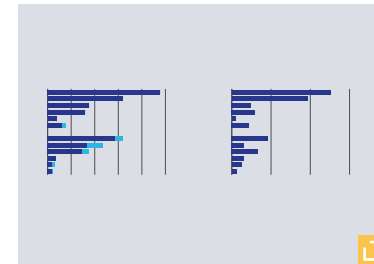
Beleggers op
aandelenmarkten vereisen
relatief weinig extra
rendement bovenop
risicovrij staatspapier
[Bekijk figuur 9 →](#)



Rentestijging werkt
sneller door in uitstaande
bedrijfsleningen dan in
uitstaande
hypotheekportefeuille
[Bekijk figuur 10 →](#)



Japan, VS en Italië
hebben relatief hoge
schuld niveaus en
financieringsbehoefte
[Bekijk figuur 11 →](#)



Verwevenheid tussen
nationale overheden
en banken verschilt
tussen landen
[Bekijk figuur 12 →](#)

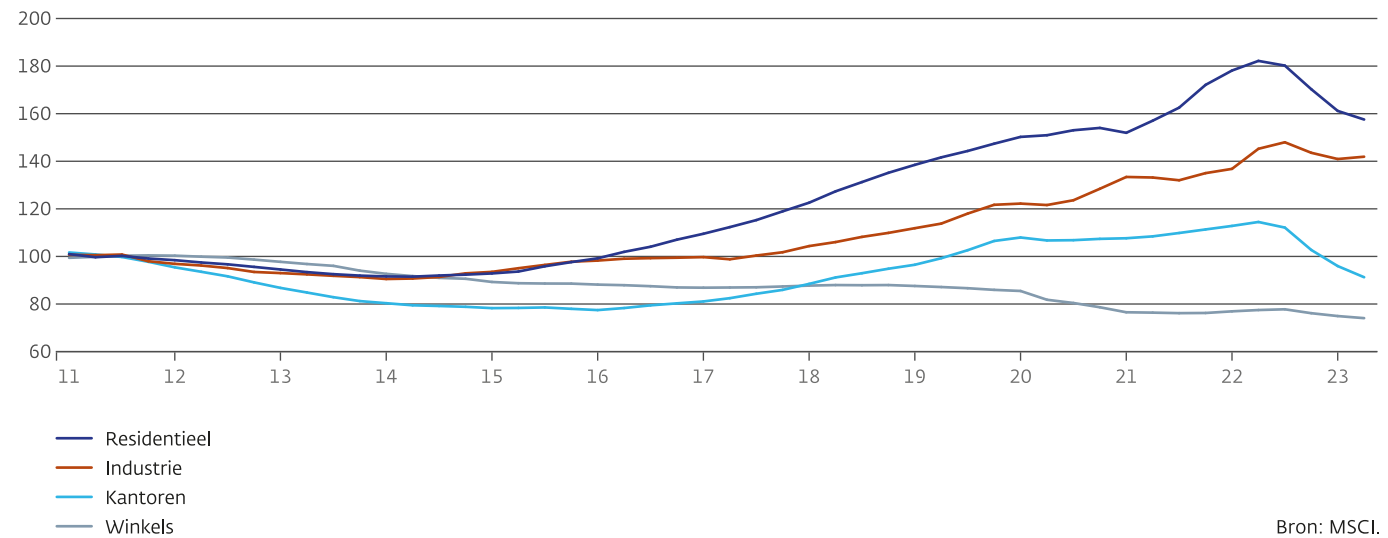
Risico's van commercieel vastgoed

De Nederlandse markt voor commercieel vastgoed³ staat momenteel onder druk. Na bijna een decennium van stabiele groei in de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed zijn de waarderingen het afgelopen jaar met 13% gedaald. Deze daling is zichtbaar in alle segmenten van commercieel vastgoed, variërend van winkelpanden, residentieel vastgoed en industriële panden tot kantoorruimtes (zie figuur 13). Bovendien geeft 90% van de Nederlandse institutionele vastgoedbeleggers in een enquête aan dat de markt zich in een neergang bevindt, terwijl de helft van de respondenten de huidige vastgoedwaarderingen als relatief hoog bestempeld. De gedaalde prijzen in de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed staan niet op zichzelf. Zo is ook in veel andere Europese landen (waaronder België, Duitsland en Zweden) sprake van dalende transactieprices.

Nederlandse financiële instellingen hebben een aanzienlijke blootstelling aan commercieel vastgoed. Gezamenlijk hebben banken, verzekeraars en pensioenfondsen circa 360 miljard euro in commercieel vastgoed geïnvesteerd, verdeeld over binnen- en buitenland. Voor banken beslaan commercieel vastgoedleningen 7% van de balans (ter vergelijking de blootstelling aan de ►

Figuur 13 Commercieel vastgoed waarderingen dalen in alle segmenten

Index, 2011=100



Bron: MSCI.

³ De vastgoedmarkt kan op hoofdlijnen worden opgedeeld in de markt voor commercieel vastgoed en de huizenmarkt. Commercieel vastgoed bestaat uit panden in eigendom van bedrijven en kan worden opgedeeld in vijf segmenten: residentieel, winkelpanden, kantoorruimte, industriële panden en overig (waaronder hotels). Het segment residentieel bestaat uit woningen die bedrijven verhuren en woningen in aanbouw. In de huizenmarkt daarentegen zijn panden eigendom van particulieren, zoals bijvoorbeeld woonhuizen bewoond door de eigenaar, tweede huizen en verhuurwoningen van particulieren (zogenoemde *buy-to-let* woningen).

huizenmarkt is 28% van de bankbalans). Vastgoedleningen zijn leningen gedekt door panden die verhuurinkomsten opleveren en worden grotendeels verstrekt door grote Nederlandse banken. Bij pensioenfondsen en verzekeraars vormen investeringen in commercieel vastgoed respectievelijk 7% en 8% van de balans (ter vergelijking is de blootstelling aan de huizenmarkt respectievelijk 7% en 13%). Deze investeringen zijn onder meer vormgegeven via deelname in Nederlandse en buitenlandse vastgoedbeleggingsfondsen (*vastgoedfondsen*). Qua locatie bevindt circa een derde van de (commerciële) vastgoedblootstellingen van banken, pensioenfondsen en verzekeraars zich overigens in het buitenland ([DNB, 2022](#)). Voor een deel van het vastgoed is de locatie bij DNB onbekend door tekortkomingen van de data.

Nederlandse vastgoedfondsen, waar met name pensioenfondsen in beleggen, zijn de afgelopen vijftien jaar in omvang verviervoudigd. Nederlandse vastgoedfondsen hebben in 2023 een gezamenlijke grootte van 136 miljard euro, wat gelijk staat aan 16% van de totale activa van Nederlandse beleggingsfondsen. De afgelopen jaren zijn de vastgoedfondsen – mede door de zoektocht naar rendement onder institutionele investeerders in de lage rente omgeving – in omvang verviervoudigd. Zo hebben pensioenfondsen 78% van de netto activawaarde van Nederlandse vastgoedfondsen in handen. De directe bezittingen van deze vastgoedfondsen bestaan voornamelijk uit residentieel vastgoed. Ruim een derde van de investeringen zit in vastgoed buiten Europa.

Dit hoofdstuk brengt de risico's van de commercieel vastgoedmarkt voor Nederlandse financiële instellingen in kaart. Vanwege de negatieve marktontwikkelingen richt dit hoofdstuk zich op ontwikkelingen in de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed en de bijbehorende risico's voor verschillende typen Nederlandse financiële instellingen. Daarbij is extra aandacht voor risico's bij Nederlandse vastgoedfondsen ten aanzien van liquiditeitsmismatches en het gebruik van hefboomfinanciering.

Cyclische en structurele veranderingen zorgen voor dalende prijzen

De recente prijsdalingen in de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed worden mede gedreven door stijgende rentes en toegenomen bouwkosten. De belangrijkste (cyclische) verandering voor vastgoedleningen is de toegenomen rente als gevolg van het verkrappende monetair beleid. De gemiddelde rente op nieuwe vastgoedleningen bedraagt in het tweede kwartaal van 2023 ongeveer 4,7%, wat bijna een verdubbeling is ten opzichte van drie jaar eerder. Doordat commercieel vastgoed doorgaans met schuld gefinancierd wordt, vormen rentelasten een belangrijk deel van de financieringskosten. Daarnaast werkt de hoge inflatie door in de bouwkosten van vastgoed. Door duurdere bouwmaterialen en knelpunten in de toeleveringsketen zijn de bouwkosten de afgelopen 18 maanden met 12,5% toegenomen. Samen zorgen de hogere financieringskosten en bouwkosten voor een lager verwacht rendement op commercieel vastgoed, minder investeringen en een lagere kredietbehoefte.

Tegelijkertijd zorgt de dalende vastgoedwaarderingen er automatisch voor dat minder krediet kan worden verstrekt onder dezelfde voorwaarden. Ook scherpen kredietverstrekkers mogelijk hun voorwaarden voor nieuwe leningen aan als gevolg van de verslechterde economische vooruitzichten. Zo is het volume van nieuwe vastgoedleningen bij Nederlandse banken in het tweede kwartaal van 2023 met 16% afgenomen ten opzichte van een jaar eerder. Aangescherpte kredietvoorwaarden voor nieuwe vastgoedleningen kunnen de neerwaartse prijsdruk in de vastgoedmarkt verder versterken.

Ook structurele veranderingen zetten de commercieel vastgoedmarkt onder druk. Maatschappelijke veranderingen, zoals de populariteit van e-commerce en de toename van thuiswerken, zorgen voor een lagere vraag naar commercieel vastgoed. Zo hebben minder winkeliers bijvoorbeeld behoefte aan een fysiek pand, terwijl de vraag van werkgevers naar kantoorruimte daalt. Dit heeft een negatief effect op de segmenten winkelpanden en kantoorruimte in de commercieel vastgoedmarkt. Toch is bij winkelpanden het leegstandniveau midden 2022 weer gedaald naar het niveau van 2019 ([CBS](#)). Daarnaast heeft de overheid wetgeving voor strengere regulering van huurwoningen in het middensegment aangekondigd om de betaalbaarheid en toegankelijkheid van de woningmarkt te verbeteren. Ook is de overdrachtsbelasting voor verhuurwoningen verhoogd. Deze structurele veranderingen verlagen echter ook de toekomstige rendementen van commercieel vastgoed en remmen daarmee investeringen in commercieel vastgoed af. Zo zijn investeringen ►

in Nederlands commercieel vastgoed met circa 60% gedaald in de eerste helft van 2023 ten opzichte van een jaar eerder (CBRE, 2023). Deze daling in investeringen is zichtbaar in alle marktsegmenten van commercieel vastgoed.

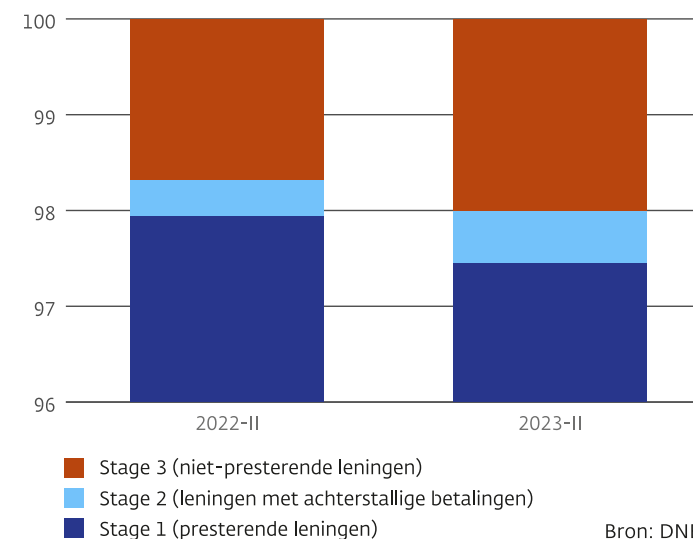
Risico's groeien, maar effect op financiële sector is nog beperkt

Als gevolg van de hogere financieringskosten neemt de kans op wanbetaling toe. Bij commercieel vastgoed worden leningen vooral afgelost met de inkomsten uit verhuur. Deze verhuurinkomsten veranderen doorgaans minder snel dan de financieringscondities, waardoor de kans op wanbetalingen toenemen in de huidige omgeving van snel stijgende rentes. Dit is zichtbaar in het aandeel niet-presterende leningen bij banken, die dat het afgelopen jaar met 0,4 procentpunt licht is toegenomen. Daarbij lijken de hogere rentes een rol te spelen. Zo zien banken een stijging in het aandeel achterstallige betalingen (stage 2) en niet-presterende leningen (stage 3) onder vastgoedleningen waarvan recent de rente is herzien (figuur 14). Naast hogere financieringskosten kunnen ook lagere verhuurinkomsten – bijvoorbeeld als gevolg van meer leegstand door hogere bedrijfsfaillissementen – het risico op wanbetaling vergroten. Hier lijkt vooralsnog echter geen sprake van, aangezien het leegstandniveau in Nederland nog steeds laag is.

Bij Nederlandse banken zijn vooralsnog geen signalen zichtbaar dat kredietrisico's van commercieel vastgoed materialiseren, maar dit kan veranderen. In het tweede kwartaal van 2023 lag het aandeel niet-presterende vastgoedleningen bij Nederlandse banken met 3,3% ruim onder het gemiddelde van de afgelopen jaren (i.e. gemiddelde van 5,5% tussen 2016 en 2022). Dit is een signaal dat kredietrisico's als gevolg van vastgoedleningen zich vooralsnog niet bij banken materialiseren. Vooruitblikkend is van belang dat een verdere daling van vastgoedprijzen kan zorgen voor een toename van niet-presterende leningen bij banken. Bij het inschatten van dit risico speelt de verhouding tussen de verstrekte leningen en de waarde van het onderpand een belangrijke rol. De gemiddelde *loan-to-value* ratio van Nederlandse vastgoedleningen is de afgelopen jaren gedaald tot onder de 60% (zie figuur 15). Tegelijk ligt het uitwinningspercentage op commercieel vastgoed in Nederland historisch boven de 70%. Aangezien het uitwinningspercentage hoger is dan de gemiddelde *loan-to-value* ratio, is de verwachting dat banken de potentiële verliezen bij (toekomstige) wanbetaling voor de gemiddelde commercieel vastgoedlening kunnen opvangen met de verkoop van het onderpand. Dit is echter niet bij alle leningen het geval. Bij circa 20% van de Nederlandse vastgoedleningen is de waarde van het onderpand lager dan de lening, wat betekent dat de betrokken bank bij een wanbetaling geconfronteerd wordt met kredietverliezen. Dit aandeel van leningen, waarbij het onderpand de verliezen niet dekt, stijgt bij een verdere daling van vastgoedprijzen. ►

Figuur 14 Renteverandering leidt tot stijging in achterstallige en niet-presterende leningen bij banken

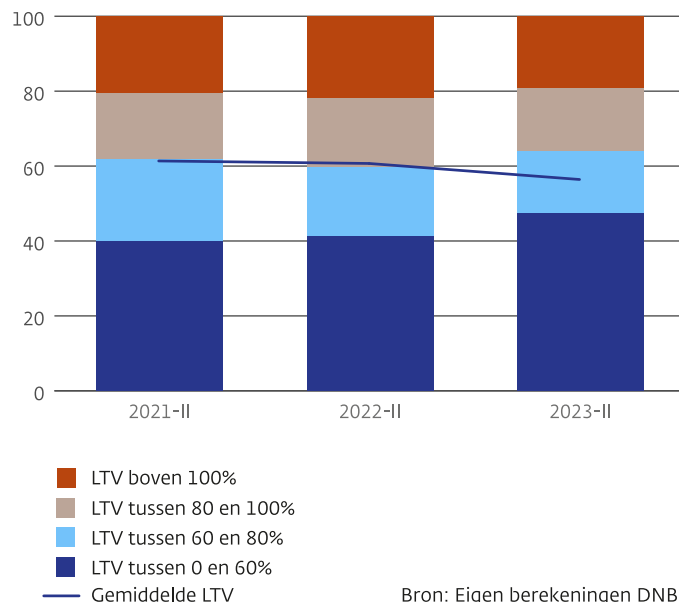
Percentage leningen met renteverandering tussen het tweede kwartaal van 2022 en 2023.



Bron: DNB.

Figuur 15 Lichte daling in gemiddelde LTV ratio van leningen gedekt door commercieel vastgoed

Procenten



Bron: Eiaen berekeningen DNB.

Ook verzekeraars en pensioenfondsen zijn blootgesteld aan verliezen door herwaarderingen van commercieel vastgoed.

Prijscorrecties in vastgoedmarkten werken direct door in de balansen van verzekeraars en pensioenfondsen, aangezien deze

op marktwaarde gebaseerd zijn. Hoewel de verliezen uit directe vastgoedblootstellingen vooralsnog beperkt zijn gebleven, worden verzekeraars en pensioenfondsen geconfronteerd met waardedalingen van beursgenoteerd vastgoed. Zo hebben pensioenfondsen de waarde van hun gehele beursgenoteerde vastgoedportefeuille in 2022 met 15 miljard euro zien dalen, wat een verlies van ongeveer 2,5% van de totale beleggingsportefeuille betreft (al is deze daling deels gecompenseerd door valuta-effecten). De verliezen door herwaarderingen van commercieel vastgoed kunnen leiden tot kwetsbaarheden bij vastgoedfondsen.

Kwetsbaarheden Nederlandse vastgoedfondsen kleiner dan gedacht

Nederlandse vastgoedfondsen hebben doorgaans een open-einde karakter wat ze kwetsbaar maakt voor een liquiditeitsmismatch.

Een liquiditeitsmismatch ontstaat als beleggers geld vaker en sneller kunnen terugvragen uit een beleggingsfonds dan de snelheid waarmee de fondsbeheerder de (relatief illiquide) beleggingen in het fonds kan verkopen. Deze liquiditeitsmismatch speelt alleen bij open-einde beleggingsfondsen, omdat beleggers hun investering dan op ieder moment (of met een vaste frequentie) kunnen terugvragen.

Dit maakt een open-einde vastgoedfonds kwetsbaar voor een liquiditeitsmismatch, omdat de beleggingen van het fonds bestaan uit vastgoed wat van nature meer illiquide is. Bovendien kan dit

bijdragen aan een neerwaartse spiraal in de vastgoedmarkt. De noodgedwongen verkoop van vastgoed uit de portefeuille om aan liquiditeit te komen kan leiden tot verdere waardedalingen en nieuwe terugbetalingsverzoeken bij andere vastgoedfondsen.

Bij Nederlandse vastgoedfondsen oogt de liquiditeitsmismatch beperkt doordat de terugbetalingsvoorwaarden voor beleggers goed zijn afgestemd op de liquiditeit van de beleggingen.

Nederlandse vastgoedfondsen beheren de meerderheid van de beleggingen via open-einde fondsen.⁴ Ondanks de open-einde structuur biedt een meerderheid van de fondsen (in termen van totale activa) beleggers uitsluitend de mogelijkheid om hun inleg jaarlijks terug te vragen. Deze jaarlijkse terugbetalingsfrequentie past bij de beperkte liquiditeit van de vastgoedbeleggingen. Bovendien hebben de grootste beleggers in Nederlandse vastgoedfondsen, te weten pensioenfondsen en verzekeraars, doorgaans een lange beleggingshorizon wat het risico op grootschalige terugbetalingsverzoeken verkleint.

Deze beperkte liquiditeitsmismatch is een mogelijke verklaring voor de aanhoudende positieve instroom in Nederlandse vastgoedfondsen.

Sinds het tweede kwartaal van 2022 zijn de rendementen van Nederlandse vastgoedfondsen duidelijk verslechterd. De afgelopen drie kwartalen hebben de vastgoedfondsen opeenvolgend negatieve rendementen ►

4 De analyses in dit hoofdstuk zijn gebaseerd op Nederlandse vastgoedfondsen onder de AIFM-richtlijn.

behaald. Tegelijkertijd is de toestroom van nieuw geld bij Nederlandse en Europese fondsen in deze periode groter gebleven dan de door beleggers gevraagde terugbetalingen (zie figuur 16). Dit suggereert dat fondsen slechts in beperkte mate vastgoed hebben moeten verkopen om tegemoet te komen aan beleggers. Bij deze observatie past wel een kanttekening. Vanwege de lage terugbetalingsfrequentie bij veel Nederlandse vastgoedfondsen bestaat het risico dat zij in de nabije toekomst alsnog met meer terugbetalingsverzoeken geconfronteerd worden.

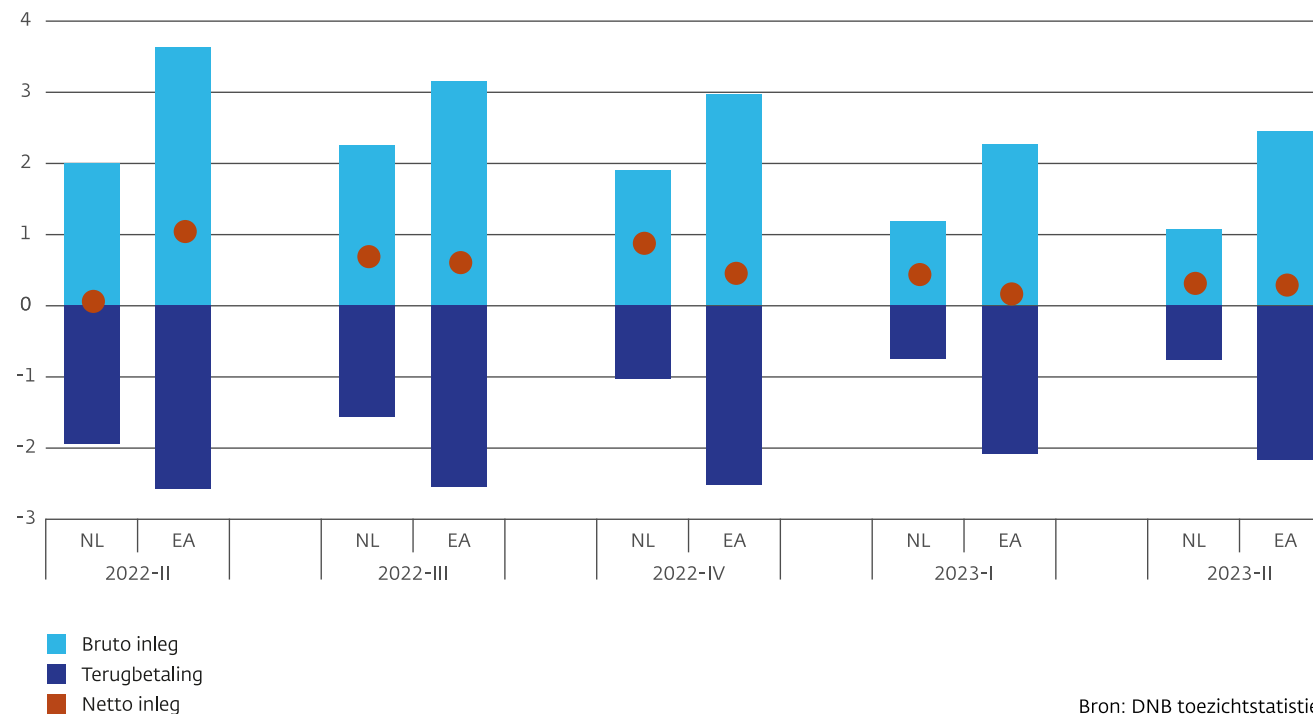
Verder is het gebruik van excessieve hefboomfinanciering geconcentreerd bij een klein aantal Nederlandse vastgoedfondsen. Bij hefboomfinanciering gebruikt een vastgoedfonds leningen en derivaten om de blootstelling aan vastgoed te vergroten. Dit verhoogt weliswaar de verwachte rendementen van het fonds, maar maakt deze ook gevoeliger voor prijsontwikkelingen in de vastgoedmarkt. Daarmee neemt het risico toe dat een fondsmanager bij dalende vastgoedprijzen genoodzaakt is om vastgoedbezettingen te verkopen. Het gebruik van excessieve hefboomfinanciering kan dus de kwetsbaarheden die voortkomen uit een liquiditeitsmismatch vergroten. Daarbij wordt excessieve hefboomfinanciering doorgaans aangeduid als een hefboomfinanciering groter dan 300%. In dat geval wordt immers meer dan twee derde van de activa gefinancierd met schuld. Nader onderzoek laat echter zien dat eind 2022 slechts 6% van de totale activa van Nederlandse vastgoedfondsen wordt beheerd via fondsen met excessieve hefboomfinanciering. Deze fondsen met excessieve hefboomfinanciering hebben bovendien

een gesloten structuur, waardoor een investeerder pas aan het einde van de looptijd de inleg terug kan krijgen en van een liquiditeitsmismatch geen sprake is. Daarnaast wordt ongeveer 90% van de totale activa beheerd door Nederlandse vastgoedfondsen met minder dan 150% hefboomfinanciering.

Door de beperkte omvang van fondsen met excessieve hefboomfinanciering en de gesloten structuur is het risico dat deze fondsen een negatieve spiraal op de Nederlandse vastgoedmarkt veroorzaken momenteel klein. ►

Figuur 16 Terugbetalingsverzoeken bij Nederlandse en Europese vastgoedfondsen zijn beperkt

Procenten



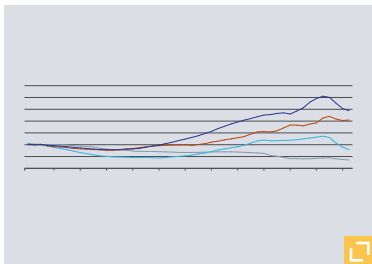
Bron: DNB toezichtstatistiek.

Beleidsinstrumenten nog niet nodig, maar waakzaamheid gepast

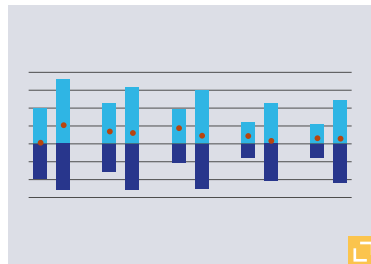
Door de negatieve ontwikkelingen in de commercieel vastgoedmarkt dienen Nederlandse banken waakzaam te blijven voor een toename van gerelateerde kredietrisico's. De vooruitzichten voor de markt van commercieel vastgoed blijven uitdagend, temeer omdat financiële condities naar verwachting langere tijd krap blijven of verder verkrappen. Hierdoor kunnen verliezen toenemen en vastgoedwaarderingen verder dalen. Banken moeten daarom de ontwikkelingen in de markt voor commercieel vastgoed nauwlettend monitoren en bedacht zijn voor een toename van kredietrisico's. Ook DNB blijft de komende tijd de ontwikkelingen in de markt en de risico's voor banken en andere financiële instellingen nauwlettend volgen. Recent heeft het FSC over de risico's van commercieel vastgoed gesproken. Daarbij heeft het FSC geconstateerd dat alertheid op de risico's geboden is, omdat schokken vertraagd doorwerken en beperkingen op datagebied adequate monitoring bemoeilijken. Bestaande databronnen geven namelijk een onvolledig beeld van de financieringsstromen en de cijfers komen met enige vertraging beschikbaar.

Op dit moment ziet DNB geen aanleiding om macroprudentiële beleidsinstrumenten in te zetten voor risico's bij Nederlandse vastgoedbeleggingsfondsen. De AIFM-richtlijn geeft macroprudentiële autoriteiten de mogelijkheid om grenzen te stellen aan het gebruik van hefboomfinanciering door beleggingsfondsen. DNB ziet op dit moment geen aanleiding om dit instrument in te zetten, omdat uit bovenstaande analyse blijkt dat de risico's bij Nederlandse vastgoedfondsen als gevolg van excessieve hefboomfinanciering vooralsnog beperkt zijn. Daarnaast heeft DNB momenteel geen macroprudentiële instrumenten om liquiditeitsmismatches te adresseren, maar DNB ondersteunt de aanbevelingen van de FSB en ESRB om deze instrumenten te ontwikkelen. Uit bovenstaande analyse blijkt dat de risico's bij Nederlandse vastgoedfondsen als gevolg van liquiditeitsmismatch op dit moment beperkt zijn. Vanwege de lage terugbetalingsfrequentie bij veel Nederlandse vastgoedfondsen bestaat wel het risico dat zij in de nabije toekomst alsnog met meer terugbetalingsverzoeken geconfronteerd worden. Vastgoedfondsen moeten zodoende scherp zijn op dergelijke ontwikkelingen. ■

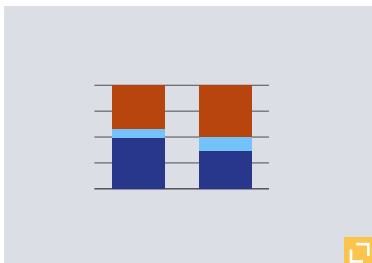
Figuren



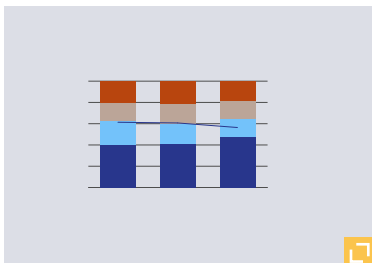
Commercieel vastgoed
waarderingen dalen in
alle segmenten
[Bekijk figuur 13 →](#)



Terugbetalingsverzoeken
bij Nederlandse en
Europese vastgoed-
fondsen zijn beperkt
[Bekijk figuur 16 →](#)



Renteverandering leidt tot
stijging in achterstallige en
niet-presterende leningen
bij banken
[Bekijk figuur 14 →](#)

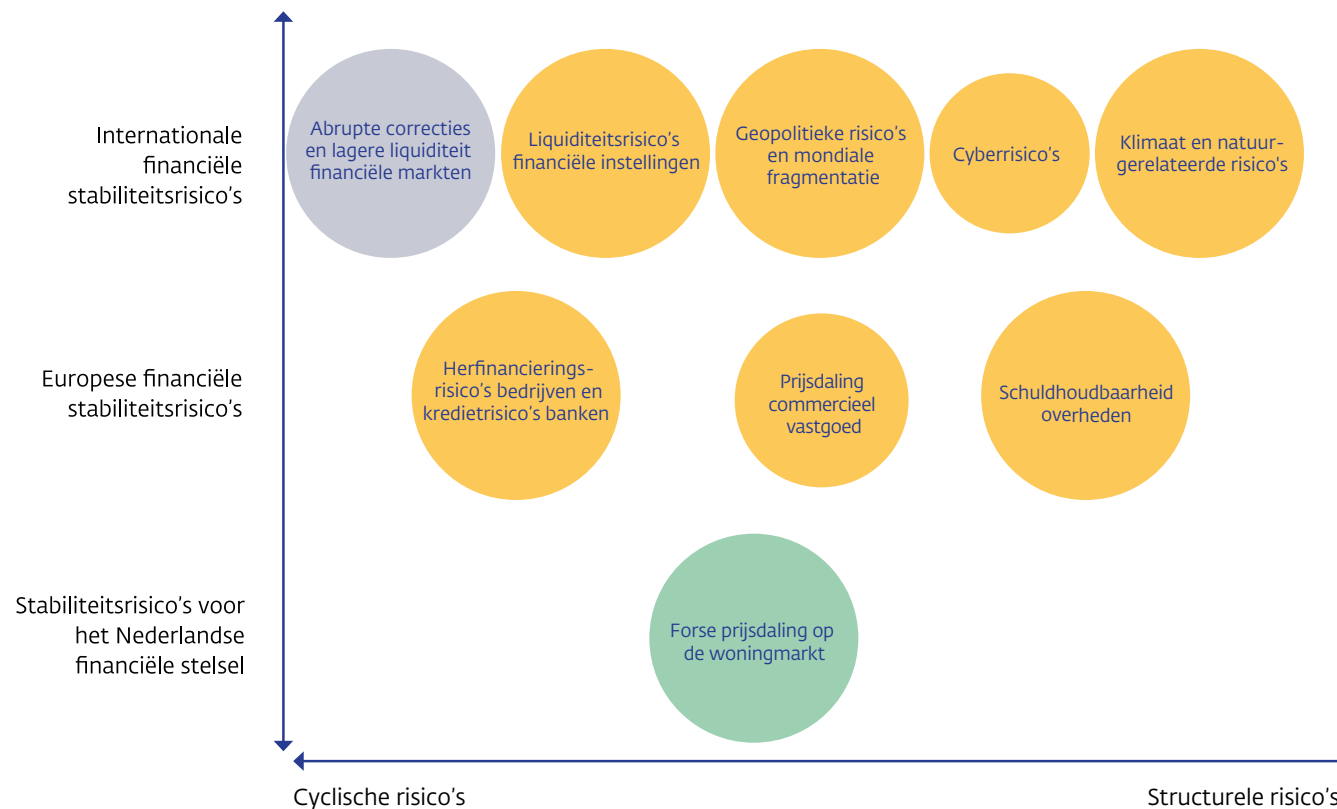


Lichte daling in
gemiddelde LTV ratio
van leningen gedekt door
commercieel vastgoed
[Bekijk figuur 15 →](#)

Risicokaart

Leeswijzer

De cijfers van dit OFS worden tevens als los bestand op dnb.nl geplaatst; evenals een overzicht van macroprudentiële indicatoren. De afsluitdatum van de figuren in dit OFS is 15 september 2023.

**Toelichting**

De risicokaart geeft een schematisch overzicht van de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit. Niet alle risico's zijn uitgelicht in dit OFS. De grootte van de bol geeft de omvang van het risico weer. De kleur van de bol geeft weer of een risico op de middellange termijn gezien sterk toenemend (rood), beperkt toenemend (geel), afnemend (groen) of constant (grijs) is in vergelijking met de voorgaande editie van het Overzicht Financiële Stabiliteit, vier maanden geleden. ■

©2023 De Nederlandsche Bank N.V.

Hoofdauteurs: Malou Dirks en Annick van Ool

Data ondersteuning: Jack Bekooij en Johanna Fiebag

Medeauteurs van de specifieke hoofdstukken:

Inleiding: Lennert Branderhorst, Thijs Maters, Chris Oudshoorn, Koen Verbruggen, Sjoerd van der Zwaag

Risico's in de transitie naar hogere rentes: Michel van den Akker, Thomas van den Berg, Guus Brouwer,

Ties Busschers, David-Jan Jansen, Kenny Martens, Nander de Vette, Gibran Watfe

Risico's van commercieel vastgoed: Francesco Caloia en Lennart Dekker

De Nederlandsche Bank N.V.

Postbus 98, 1000 AB Amsterdam

020 524 91 11

dnb.nl

Volg ons op:

