

# Overzicht Financiële Stabiliteit

Voorjaar 2024

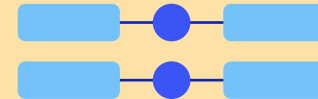
DeNederlandscheBank

EUROSYSTEM

# Inhoudsopgave

Samenvatting

Risicobeeld



Risico's van geo-  
economische fragmentatie



Weerbaarheid van  
financiële instellingen



# Samenvatting

**De lagere inflatie in combinatie met een weer aantrekkende economie heeft een positief effect op de financiële stabiliteit.** Mede dankzij het krappe monetaire beleid is de inflatie in Nederland en in de eurozone sinds de piek in 2022 verder gedaald richting de doelstelling van de Europese Centrale Bank. De Nederlandse economie is in 2023 nauwelijks gegroeid, maar een stevige recessie is vermeden en voor 2024 wordt gematigde groei verwacht. Ook financiële markten vertrouwen op een zogenaemde 'zachte landing' van de economie, waarbij de inflatie terugkeert naar de doelstelling van centrale banken zonder dat dit gepaard gaat met een stevige economische neergang. Dit vertrouwen vertaalt zich onder meer in historisch hoge aandelenkoersen. Daarnaast hebben Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen geprofiteerd van de gestegen rentes en beschikken zij over ruime solvabiliteitsposities.

**Tegelijkertijd is de onzekerheid toegenomen, wat tot correcties op financiële markten en hogere risico's voor financiële instellingen kan leiden.** Het optimisme onder beleggers maakt financiële markten kwetsbaar voor economische tegenvallers of een omslag in sentiment. Zo kunnen verdere geopolitieke escalaties of aanhoudend hoge inflatie tot correcties op financiële markten leiden. Ook cyberdreigingen, klimaatverandering en natuurverlies vormen structurele risico's voor de financiële stabiliteit. Deze ontwikkelingen kunnen bestaande financiële kwetsbaarheden – die zich vertalen naar rente- of kredietverliezen voor financiële instellingen – vergroten.

**Geo-economische fragmentatie heeft via meerdere kanalen impact op de Nederlandse financiële stabiliteit.** Sinds de financiële crisis is de blokvorming en fragmentatie van de wereldeconomie toegenomen. Nederland is hier als open economie met een grote financiële sector relatief gevoelig voor. Hogere geopolitieke spanningen en geo-economische fragmentatie brengen financiële stabiliteitsrisico's met zich mee. Zo neemt het aantal mondiale cyberaanvallen toe bij een hogere geopolitieke dreiging

en kan een toename van geopolitieke spanningen de effectiviteit van multilaterale overlegorganen bij het oplossen van mondiale problemen ondermijnen. Ook zijn marktrentes en aandelen van Europese banken en verzekeraars gevoelig voor geopolitieke spanningen, wat tot krappere financiële condities in de eurozone kan leiden. Hoewel Nederlandse financiële instellingen relatief weinig bedrijfsleningen en beleggingen hebben in landen met een grotere geopolitieke afstand tot Nederland, zijn ze wel kwetsbaarder voor fragmentatie via de waardeketens van bedrijven waaraan de leningen verstreken of in beleggen. De toenemende geo-economische fragmentatie vraagt daarom om bewustwording en analyses door financiële instellingen, toezichthouders en beleidsmakers. Ook vergroot een goed functionerende Europese interne markt de weerbaarheid van bedrijven en vermindert de Nederlandse afhankelijkheid van andere wereldregio's. Om dit te bereiken is het onder meer essentieel de interne markt te vervolmaken en de kapitaalmarktunie en bankenunie verder te ontwikkelen.

**Macro-economische tegenvallers kunnen de activakwaliteit bij Nederlandse banken verslechteren, maar het vertrekpunt is goed.**

Mede dankzij de hervormingen na de financiële crisis staan banken er goed voor en liggen kapitaal en liquiditeitsratio's ruim boven de vereisten. Daarbij hebben Nederlandse banken in 2023 historisch hoge winsten geboekt onder andere door de hogere rentes. Ook is de activakwaliteit van leningen grotendeels op peil gebleven, ondanks dat bedrijven hogere rentekosten betalen. Vooruitblikkend kunnen kredietverliezen alsnog toenemen. De hogere rentes werken nog steeds door in de economie, wat de terugbetaalcapaciteit en kredietwaardigheid van bedrijven en huishoudens vermindert. Specifiek verslechtert de kredietkwaliteit bij leningen gedekt door commercieel vastgoed, waarvan de markt onder druk staat. Banken moeten desbetreffend onderpand daarom tijdig herwaarderen en waar nodig voorzieningen treffen. Naast een afname van de activakwaliteit, kan het macro-economisch beeld door toegenomen

onzekerheid verslechteren. Bij macro-economische tegenwind nemen de risico's voor de solvabiliteitspositie van banken dus toe, maar het gunstige vertrekpunt maakt banken weerbaar.

**Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars lopen meer risico door de verschuiving naar illiquide beleggingen zoals *private credit* en zijn kwetsbaar bij snelle rentedalingen.** Pensioenfondsen en verzekeraars hebben de afgelopen jaren meer in illiquide, risicovolle activa. Vooral verzekeraars beleggen meer in *private credit*, leningen aan risicovolle bedrijven door niet-banken. Hoewel *private credit* een behoefte van bedrijven en investeerders vervult en het kredietaanbod verbreedt, zijn aan deze verschuiving in kredietverlening ook risico's verbonden. Vanwege de risico's in deze ondoorzichtige markt is het van belang dat financiële instellingen hun risicobeheer op orde hebben, en de leningen nauwkeurig en frequent monitoren met oog voor potentiële verwevenheden met andere partijen. Daarnaast is de solvabiliteit van pensioenfondsen en verzekeraars vooral kwetsbaar voor een macro-economisch scenario waarin de rente snel daalt. Hierdoor is het belangrijk dat pensioenfondsen in aanloop naar het nieuwe pensioenstelsel rekening houden met veranderingen in de economische omstandigheden zodat ze een robuust besluit over een evenwichtige transitie nemen.

**Mede vanwege de verhoogde onzekerheid, is een passende macro-prudentiële gereedschapskist voor banken en niet-bancaire financiële instellingen van belang.** De beperkte voorspelbaarheid van risico's zoals geo-economische fragmentatie wakkert onzekerheid aan en onderstreept bij banken het belang van kapitaalbuffers die vrijgegeven kunnen worden. De Covid-19 pandemie heeft de waarde van dergelijke kapitaalbuffers aangetoond. Een Europese macroprudentiële herziening biedt de mogelijkheid om lessen uit de pandemie nog explicieter mee te nemen en de consistente toepassing van verschillende macroprudentiële instrumenten tussen lidstaten te vergroten. Daarnaast zijn verbeteringen nodig om de nu nog beperkte macroprudentiële gereedschapskist voor niet-bancaire financiële instellingen, en hoofdzakelijk voor beleggingsinstellingen, te verbeteren. Een eerste stap is mogelijke systeemrisico's

mee te nemen bij het bepalen van microprudentiële vereisten. Ook kunnen macroprudentiële autoriteiten met de introductie van een reciprociteits-raamwerk eenvoudiger de maatregelen van hun Europese evenknieën toepassen. Verder ziet DNB specifiek mogelijkheden om de weerbaarheid van geldmarktfondsen te versterken door de liquiditeitseisen te verhogen.

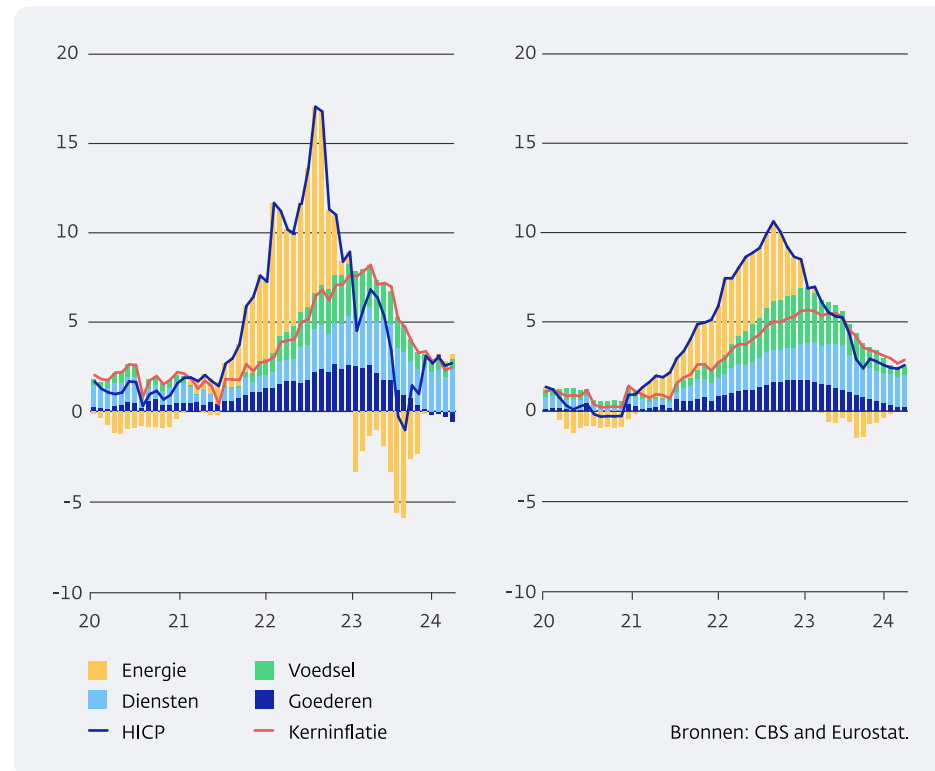


# 1 Risicobeeld

**De inflatie in Nederland en de eurozone beweegt richting de doelstelling van de Europese Centrale Bank (ECB).** Zo is de Nederlandse inflatie (HICP) sinds de piek van 17% in september 2022 flink gedaald naar 2,7% in mei 2024 (zie figuur 1). Deze daling komt voornamelijk door de lagere energieprijzen. Ook de kerninflatie, waarin energie en voedsel niet zijn opgenomen, is geleidelijk afgenomen tot 2,5%. In de eurozone is een soortgelijke daling zichtbaar en bedragen de inflatie en kerninflatie respectievelijk 2,6% en 2,9% in mei 2024.

**Figuur 1 Inflatie en kerninflatie in Nederland en eurozone bewegen naar doelstelling van de Europese Centrale Bank**

Procenten; Nederland (links), eurozone (rechts)



**Nu inflatievooruitzichten op de middellange termijn de doelstelling van de ECB naderen, heeft zij recent de rente verlaagd.** Wereldwijd hebben centrale banken vanaf 2022 het monetaire beleid flink verkrappt. Zo heeft de ECB de beleidsrente tussen juli 2022 en september 2023 met 450 basispunten verhoogd en bouwt de ECB haar balans sinds de zomer van 2022 af. De verkrapting van het monetaire beleid heeft bijgedragen aan de daling van inflatie richting de doelstelling van de ECB, onder meer door het minder aantrekkelijk te maken voor huishoudens, bedrijven en overheden om geld te lenen. De inflatie in de eurozone zal naar verwachting nog schommelingen vertonen tot eind 2024 maar neemt daarna af tot 2%. Ook zijn de groeiverwachtingen in de eurozone recentelijk enigszins naar boven bijgesteld. De ruimte voor verdere renteverlagingen blijft afhankelijk van onder andere nieuwe economische en financiële data en de bijbehorende inflatiedynamiek.

**De Nederlandse economie herstelt in 2024, al blijven de groeivoorzichten gematigd.** Ook in Nederland hebben de krappere financieringscondities bijgedragen aan het afkoelen van de economie (DNB, 2024). Zo is in het eerste kwartaal van 2024 sprake van licht negatieve groei, al is een recessie vermeden en is de werkgelegenheid op peil gebleven. Mede door hogere overheidsbestedingen en particuliere consumptie herstelt de Nederlandse economie in 2024 met een verwachte groei van 0,5% (DNB, 2024). Daarmee komt de economie weer op een gematigd groeipad. De cao-lonen stijgen in 2024 - net als vorig jaar - naar verwachting met circa 6,0%. Wel nemen zowel de inflatie als de loongroei langzamer af dan eerder voorspeld, waardoor risico's voor inflatie vooral opwaarts zijn.

## Positief sentiment op financiële markten, kwetsbaar voor tegenvallers

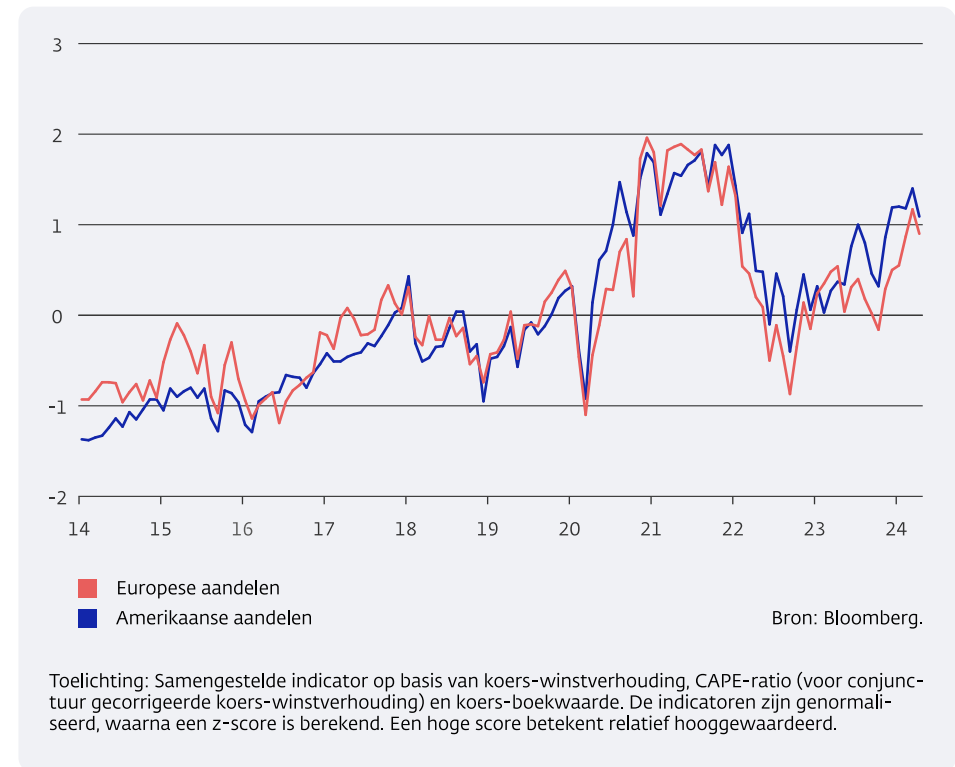
**De anticipatie van beleggers op een zogenaamde 'zachte landing' van de economie heeft geleid tot historisch hoge aandelenkoersen.** De verwachte daling van inflatie vergroot het vertrouwen onder beleggers dat een terugkeer van inflatie naar de doelstelling van centrale banken mogelijk is zonder dat dit gepaard gaat met een stevige economische neergang ('zachte landing'). Dit optimisme heeft er wereldwijd toe geleid dat Europese en Amerikaanse aandelen sinds oktober vorig jaar met circa 20% in waarde zijn gestegen en zich op een historisch hoog niveau bevinden. Als gevolg hiervan zijn de onderliggende waarderingen van risicovolle activa, zoals koers-winstverhoudingen van aandelen, sterk toegenomen en naderen de hoogste niveaus van de afgelopen 10 jaar (zie figuur 2). De hausse op aandelenmarkten wordt ook gedreven door optimisme rondom kunstmatige intelligentie (AI) en de bedrijven die hiervan profiteren. Als gevolg van de koerssprongen van grote technologie-bedrijven is het belang van een kleine groep beursfondsen toegenomen naar historisch hoge niveaus. Dit speelt vooral in de Verenigde Staten. Zo is het aandeel van de zeven grootste technologie-bedrijven in de brede Amerikaanse S&P 500 index tot meer dan 30% gestegen, wat aandelenmarkten kwetsbaar maakt voor tegenvallers rondom de potentie van AI.

**Daarnaast dempt de hoop op een zachte landing de financieringskosten voor bedrijven.** Zo zijn spreads op risicovolle Europese bedrijfsobligaties met ongeveer 140 basispunten gedaald tot 350 basispunten, wat aanzienlijk onder het historische gemiddelde ligt. Een soortgelijke beweging is zichtbaar in de spreads op bedrijfsobligaties van bedrijven met een hogere kredietrating, die met ongeveer 50 basispunten naar 110 basispunten gedaald zijn. Dankzij het gunstige marktsentiment zijn dit jaar bovendien bijna twee keer zoveel nieuwe bedrijfsobligaties uitgegeven als vorig jaar.

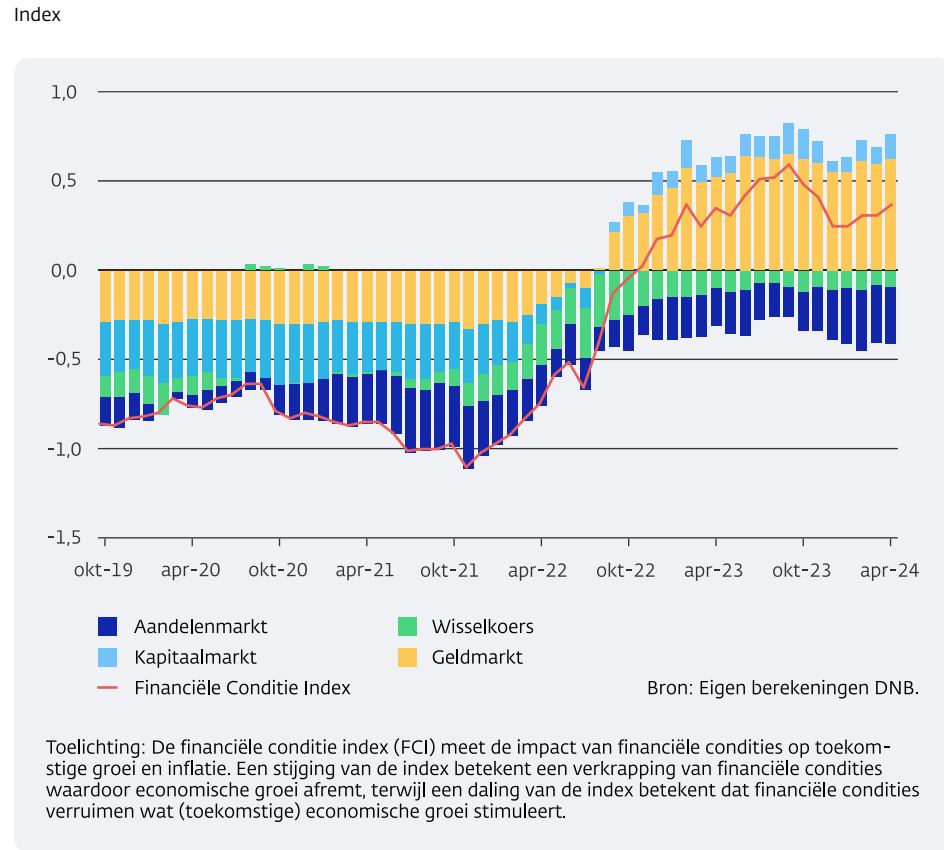
Mede als gevolg van de eerder beschreven ontwikkelingen zijn financiële condities het afgelopen half jaar minder krap geworden (zie figuur 3), al bevinden de condities zich historisch gezien nog altijd op een verkrappend niveau.

**Figuur 2 Waarderingen op aandelenmarkten stijgen boven langjarige gemiddeldes**

Indicator



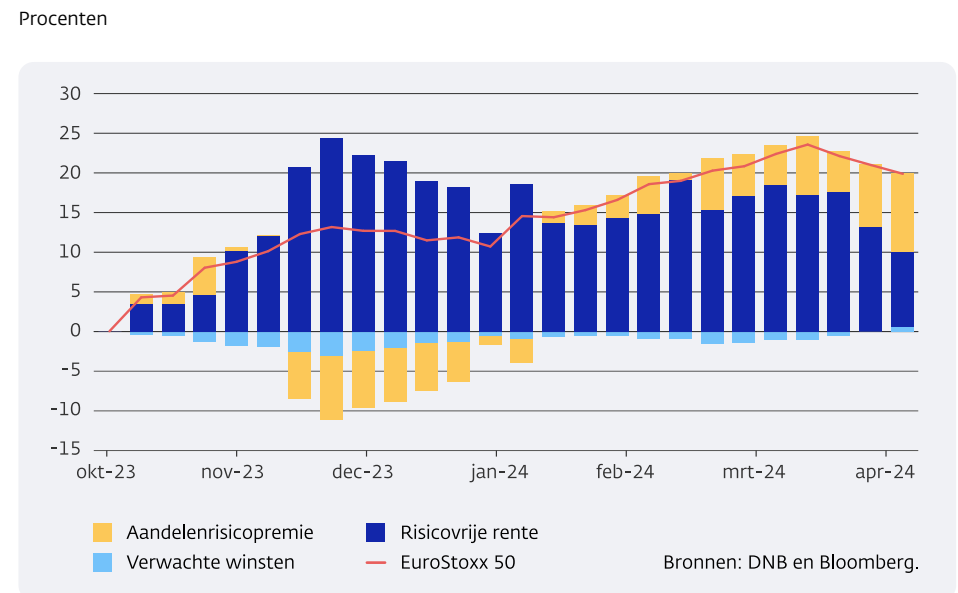
**Figuur 3 Financiële condities in Nederland zijn – mede dankzij de gestegen aandelenkoersen – minder krap geworden**



**De historisch hoge waarderingen op aandelenmarkten maken financiële markten kwetsbaar voor economische tegenvallers of een omslag in sentiment.** Ondanks de toegenomen geopolitieke spanningen als gevolg van de Russische invasie van Oekraïne en het conflict in het Midden-Oosten zijn aandelenmarkten opvallend kalm. Diverse indicatoren die de verwachte volatiliteit op aandelenmarkten meten, zoals de VIX voor Amerikaanse aandelen, geven aan dat investeerders de kans op marktschokken relatief laag inschatten. Daarnaast laat een nadere analyse op basis van een *dividend discount* model zien dat de recente stijgingen van

Europese aandelenkoersen vooral gedreven zijn door lagere rentes en een toegenomen risicobereidheid onder beleggers, zoals geïllustreerd door de lagere aandelenrisicopremie (zie figuur 4). Met andere woorden, externe schokken, of de kans hierop, lijken momenteel slechts beperkt te zijn ingeprijsd. Tegen een achtergrond van historisch hoge waarderingen maakt dit risicovolle activa kwetsbaar voor verdere escalatie van geopolitieke spanningen of economische tegenvallers zoals een hoger dan verwachte inflatie. Onder meer in de Verenigde Staten blijkt de verdere daling van inflatie aanzienlijk te vertragen. Mede als gevolg hiervan hebben beleggers hun verwachtingen voor het aantal renteverlagingen in 2024 aanzienlijk naar beneden bijgesteld. Zo voorzien marktpartijen dat de Amerikaanse Federal Reserve haar beleidsrente dit jaar met circa 40 basispunten zal verlagen, wat aanzienlijk minder is dan de 150 basispunten die beleggers begin dit jaar hadden verwacht (zie figuur 5). Ook hebben beleggers hun verwachtingen voor renteverlagingen door de ECB naar beneden bijgesteld, van eveneens 150 basispunten begin dit jaar naar circa 65 basispunten in mei.

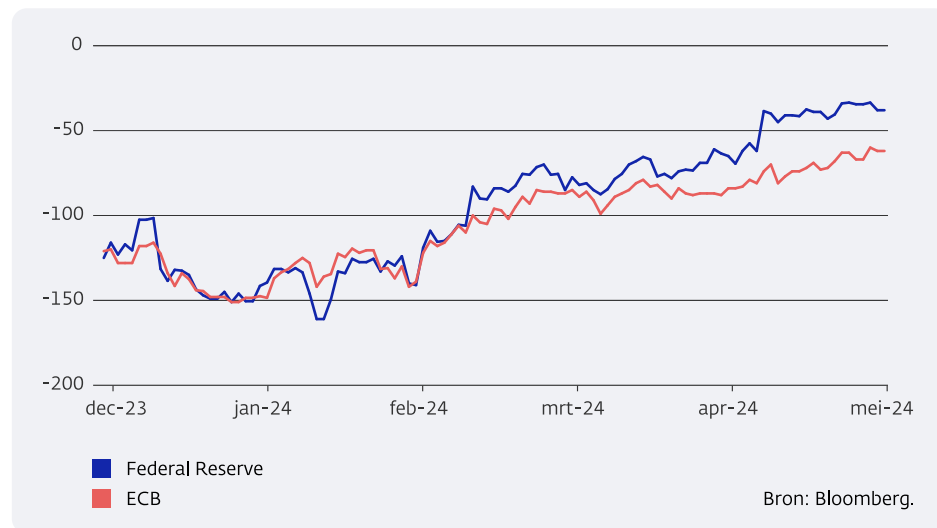
**Figuur 4 Recente stijging Europese aandelen vooral gedreven door lagere rentes en hogere risicobereidheid (aandelenrisicopremie)**





### Figuur 5 Beleggers verwachten in 2024 aanzienlijk minder renteverlagingen door de ECB en Amerikaanse Federal Reserve

Basispunten; Ingeprijsde renteverlagingen in 2024 o.b.v. rentederivaten



### Risicobeeld grotendeels gebalanceerd, met in dit OFS aandacht voor geo-economische fragmentatie en weerbaarheid financiële instellingen

**De vooralsnog zachte landing van de economie heeft positief bijgedragen aan de financiële stabiliteit.** Door het toegenomen vertrouwen zijn aandelenkoersen gestegen, rentes gedaald en financiële condities minder krap geworden. Bovendien is de solvabiliteit van financiële instellingen – gesterkt door een hoge winstgevendheid – toegenomen, wat de weerbaarheid ten goede komt. Hoewel de meeste huishoudens en bedrijven tot dusver weerbaar zijn, maken hoge schuld niveaus sommigen ook kwetsbaar voor aanhoudend hoge rentes of economische tegenvallers.

**Wel vergroten geopolitieke spanningen en geo-economische fragmentatie de financiële stabiliteitsrisico's.** Geopolitieke spanningen kunnen in zichzelf financiële stabiliteitsrisico's laten oplopen of een voorbode zijn van

geo-economische fragmentatie, aangezien spanningen in de (bilaterale) politieke betrekkingen tussen landen de aanleiding kunnen vormen voor handelsbarrières, sancties en protectionisme. Ook kan een toename van geopolitieke spanningen de effectiviteit van multilaterale overlegorganen bij het oplossen van mondiale problemen ondermijnen. De trend van geo-economische fragmentatie vergroot risico's voor de financiële stabiliteit via verschillende kanalen. Nederland is hier als open economie met een grote financiële sector relatief gevoelig voor. Het hoofdstuk 'Risico's van geo-economische fragmentatie' licht deze risico's nader toe. Specifiek kijken we naar de gevolgen van geopolitieke spanningen op cyberrisico's en financiële markten. Ook zijn de directe en indirecte kwetsbaarheden van Nederlandse financiële instellingen voor verstoringen in waardeketens als gevolg van geo-economische fragmentatie in kaart gebracht.

**Financiële instellingen blijven ook gevoelig voor een verslechtering van het macro-economisch beeld en daarom is in dit OFS aandacht voor de weerbaarheid van financiële instellingen.** Het macro-economisch beeld kan verslechteren, bijvoorbeeld door tegenvallende inflatiecijfers in de eurozone of de Verenigde Staten, wat zich kan vertalen in correcties op financiële markten. Ook kunnen geo-economische fragmentatie, cyberaanvallen en klimaatverandering onzekerheid aanwakkeren waardoor traditionele risico's – zoals rente – of kredietverliezen voor financiële instellingen – kunnen toenemen. Bovendien vindt de doorwerking van hogere rentes in de economie nog steeds plaats, wat impact heeft op de terugbetaalcapaciteit en kredietwaardigheid van bedrijven en huishoudens. Deze aandachtspunten komen aan de orde in het hoofdstuk 'Weerbaarheid van financiële instellingen'. Daartoe zijn voor banken onder meer de recente ontwikkelingen in de activakwaliteit in kaart gebracht, terwijl voor pensioenfondsen en verzekeraars de toename van meer illiquide, risicovolle beleggingen – zoals *private credit* – is uitgelicht.

**De risicotabel op pagina 10 toont de belangrijkste, actuele risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit.** De meeste risico's komen in de volgende hoofdstukken uitgebreid terug. De overige risico's komen in het



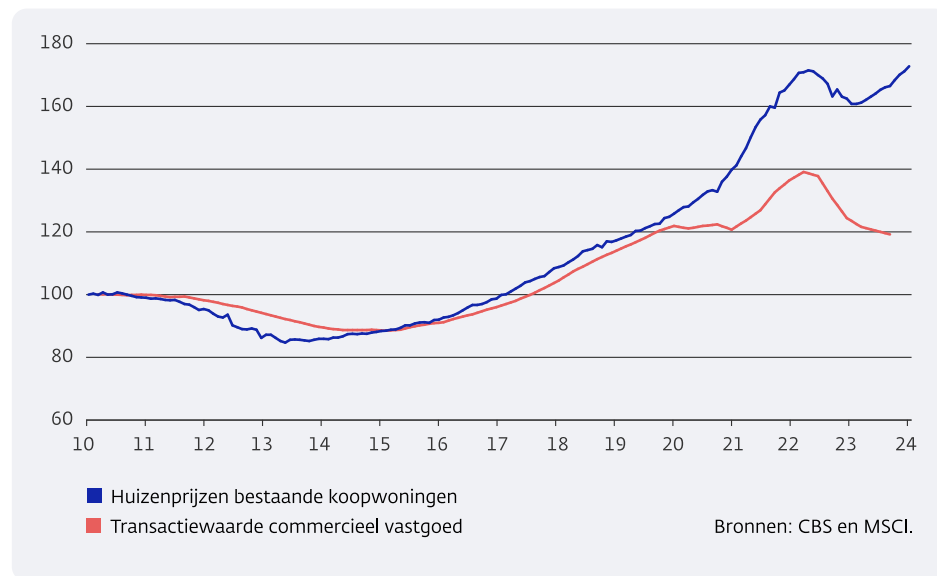
restant van dit hoofdstuk kort aan de orde: de recente prijsontwikkeling op de huizenmarkt en commercieel vastgoedmarkt, de schuldhoudbaarheid van bedrijven en overheden die worden geraakt door de hogere rentekosten en de structurele risico's omtrent cyberdreigingen, klimaatverandering en natuurverlies.

## Huizenprijzen stijgen weer, commerciële vastgoedprijzen nog in dal

**Mede door de relatief gunstige economische ontwikkelingen en aanhoudende krapte stijgen huizenprijzen recent weer, waardoor risico's opnieuw verder kunnen opbouwen.** Na de rentestijging hebben huizenprijzen slechts een kortdurende en beperkte correctie doorgemaakt (zie figuur 6). In april 2024 zijn de prijzen van bestaande koopwoningen

**Figuur 6 Transactiewaardes van commercieel vastgoed blijven dalen, maar Nederlandse huizenprijzen stijgen weer**








Index, 2010 = 100



gemiddeld met 7,5% gestegen ten opzichte van het voorgaande jaar (CBS). Daarmee hebben huizenprijzen een nieuw recordniveau bereikt. Deze prijsstijging komt mede door de aanhoudend hoge vraag op de huizenmarkt en het krappe aanbod (DNB, 2024). Ondanks de beperkte correctie liggen huizenprijzen eind 2023 significant hoger dan verwacht op basis van de historische ontwikkeling van de leenruimte. Het risico op overwaardering en een huizenprijsdaling op de middellange termijn is daarmee nog steeds aanwezig (ESRB, 2024). Vanwege het aanhoudende systeemrisico op de huizenmarkt is DNB recent een publieke consultatie gestart om de huidige Art. 458 maatregel tot eind 2026 te verlengen (DNB, 2024). Met de Art. 458 maatregel legt DNB een vloer in de gemiddelde risicogewichten van Nederlandse hypotheken waarvoor banken de kapitaaleisen met interne modellen berekenen.

**In tegenstelling tot de huizenmarkt blijven prijzen op de commercieel vastgoedmarkt dalen.** Sinds de start van de monetaire verkrapping zijn prijzen in alle segmenten van commercieel vastgoed gedaald (OFS najaar, 2023) waarbij ook structurele factoren zoals meer thuiswerken en de populariteit van e-commerce een belangrijke rol spelen. Gemiddeld is de waardedaling circa 13% ten opzichte van de piek (zie figuur 6) en volgens sectorale bronnen ligt de daling in vastgoedinvesteringen rond de 50% (CBRE en StiVAD). Ook in andere landen is sprake van prijsdalingen in de commercieel vastgoedsector. Specifiek is dit het geval in de Verenigde Staten, waar banken met een grote blootstelling aan Amerikaans commercieel vastgoed kwetsbaar zijn. Zo ontstonden begin dit jaar zorgen over enkele banken met geconcentreerde Amerikaanse vastgoedportefeuilles als gevolg van grote verliezen op commercieel vastgoedenleningen bij de Amerikaanse New York Community Bank. Door de beperkte blootstelling aan Amerikaans commercieel vastgoed zijn de directe risico's voor Nederlandse financiële instellingen klein, maar ook bij Nederlandse banken is een verslechtering van de kwaliteit van commercieel vastgoedenleningen zichtbaar, zie 'Toekomstige risico's voor activakwaliteit'. In het bijzonder staan toekomstige rendementen van residentieel vastgoed onder druk door de Wet betaalbare huur en in afwachting van een uitspraak van de Hoge Raad of de bestaande jaarlijkse contractuele huurverhogingen in lijn is met Europese regels.

# Risicotabel Nederlandse financiële stabiliteit

Belangrijkste risico's	Status	Voorbeeld kanaal
Geo-economische fragmentatie		Wereldwijde conflicten leiden tot handelsverstoringen
Prijscorrectie vastgoed		Minder vraag naar kantoorruimte; overwaardering door stijgende huizenprijzen
Cyber		Statelijke cyberaanval verstoort betalingsverkeer
Herfinanciering en rente		Afname schuldhoudbaarheid overheid door hogere rente
Kredietverliezen		Toename faillissementen bedrijven door hogere rente
Liquiditeit		Prijscorrecties financiële markten door slecht macro nieuws
Klimaat en natuur		Kredietverliezen banken door grote schade overstrooming

De risicotabel geeft een overzicht van de belangrijkste risico's voor de Nederlandse financiële stabiliteit op de korte tot middellange termijn. De kleur van de bol geeft de status van het risico in verhouding tot het langjarige gemiddelde weer: beperkt verhoogd of in lijn met langjarige ontwikkeling (grijs), verhoogd (geel) en sterk verhoogd (rood). De toelichting beschrijft een voorbeeld van een kanaal waardoor het risico de financiële stabiliteit kan raken.

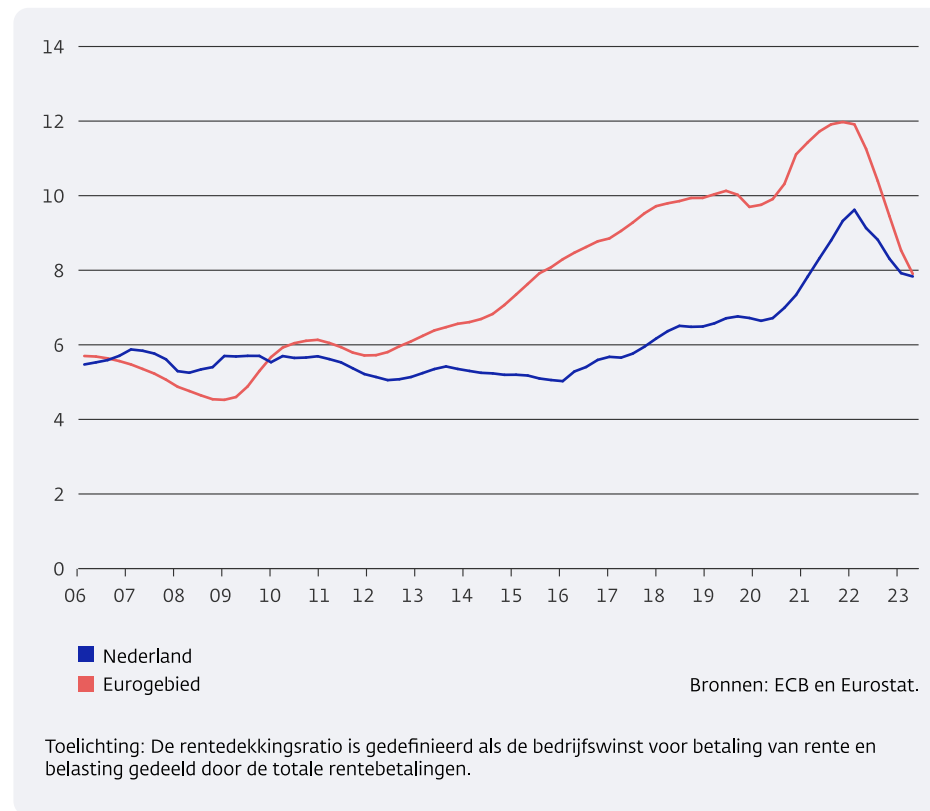
## Hogere financieringskosten raken ook bedrijven en overheid

**Over het algemeen hebben Nederlandse bedrijven een goed vertrekpunt, maar de financiële positie is recent verslechterd door hogere financieringskosten.** Door een combinatie van hogere winstgevendheid en een afname in schuld niveaus gedurende de afgelopen jaren staan de meeste bedrijven er goed voor (CPB, 2024). Echter, doordat de rente relatief snel doorwerkt bij bedrijfsleningen stijgen de rentekosten en verslechtert de financiële positie van bedrijven. Zo is de gemiddelde rentedekkingsratio, die aangeeft hoe goed een bedrijf kan voldoen aan zijn renteverplichtingen, recent gedaald (zie figuur 7). Ondanks de daling bevindt de gemiddelde rentedekkingsratio zich nog steeds boven het langjarig gemiddelde. De verslechtering van de financiële positie van bedrijven kan tot betalingsproblemen en uiteindelijk tot faillissementen leiden. Gedurende de afgelopen maanden is het aantal faillissementen onder Nederlandse bedrijven gestegen tot het niveau van voor de Covid-19 pandemie. De verslechtering van de financiële positie van bedrijven kan ook de activakwaliteit van banken op termijn verslechteren, zie 'Banken staan er goed voor, activakwaliteit blijft op peil'.

**Bij de Nederlandse overheid vallen hogere financieringskosten samen met een onderliggende verslechtering van de overheidsfinanciën en een reeks uitdagingen die om significante uitgaven en investeringen vragen.** Ook voor overheden is door de hogere rente de financiering van leningen een stuk duurder geworden. Zo ligt de huidige rente op een tienjaars Nederlandse staatsobligatie ongeveer 1,6 procentpunt hoger dan de gemiddelde rente op de uitstaande overheidsschuld. Dit betekent dat als de rente langer op een hoger niveau blijft, de rentelasten voor de Nederlandse overheid significant toenemen. Hoewel de uitgangspositie van de overheidsfinanciën goed is en de schuldquote relatief laag is, zijn de vooruitzichten minder rooskleurig. Hogere onderliggende uitgaven aan sociale zekerheid en zorg – mede door vergrijzing – en investeringen op het gebied van defensie, infrastructuur en klimaat laten het overheidstekort oplopen. In tegenstelling tot het advies van de Studiegroep Begrotingsruimte (Studiegroep Begrotingsruimte, 2023)

**Figuur 7 Gemiddelde rentedekkingsratio van bedrijven daalt door hogere financieringskosten**

Rentedekkingsratio



om het tekort te beperken tot 2% van het bbp, wordt in het recente hoofdlijnenakkoord ingezet op een feitelijk begrotingstekort van 2,8%. Hierdoor is de marge tot de 3%-tekortnorm in de Europese Unie beperkt, waardoor bijsturing bij tegenvallers op de loer ligt. Dit vergroot de kans dat begrotingsbeleid procyclisch uitpakt. Bovendien zal de schuld bij een aanhoudend tekort van dergelijke omvang op termijn boven de 60% uitkomen, wat in strijd is met de Europese begrotingsregels.

## Structurele risico's houden aan

**Ook blijven cyberaanvallen een belangrijke dreiging vormen voor de Nederlandse economie en financiële sector.** Op het gebied van cyberweerbaarheid zijn aanvallen van statelijke of door landen gesponsorde actoren, ransomware aanvallen en aanvallen via derde partijen belangrijke dreigingen. Wereldwijd nemen cyberaanvallen mede door geopolitieke spanningen toe, zie 'Box 1 Verhoogde cyberrisico's door geopolitieke spanningen'. Hoewel Nederlandse financiële instellingen – door meerdere maatregelen zoals detectiesystemen – in beginsel goed gewapend zijn tegen ransomware aanvallen, blijft de potentiële impact van dergelijke verstoringen ernstig. Een ransomware aanval kan het betalingsverkeer van een instelling potentieel voor langere tijd platleggen. Ook kunnen bijvoorbeeld gevoelige persoonsgegevens buitgemaakt worden. Zo hebben cybercriminelen al meerdere keren bij financiële instellingen in het buitenland persoonsgegevens gestolen. Daarnaast maken langere en complexe uitbestedingsketens financiële instellingen kwetsbaar via cyberaanvallen op derde partijen (OFS najaar, 2023). Ook cyberaanvallen buiten de financiële sector kunnen een grote negatieve impact op de sector hebben, zoals het lamleggen van de energie-infrastructuur. Tenslotte neemt door technologische ontwikkelingen ook het risico op geavanceerdere cyberaanvallen toe, zoals aanvallen op basis van generatieve AI. Financiële instellingen volgen op verschillende manieren deze dreiging en haar uitingsvormen zodat zij met passende maatregelen kunnen komen. Het gaat hierbij niet alleen om mitigatie van risico's, maar ook om de weerbaarheid wanneer deze risico's zich toch voordoen.

**Tot slot, kunnen toenemende klimaat- en milieurisico's op termijn een significante impact hebben op financiële instellingen.** De hogere temperaturen wereldwijd gaan gepaard met een toename in extreme weersverschijnselen. De financiële schade van dit extreme weer kan significante impact hebben op financiële instellingen, wat de noodzaak vergroot om verdere opwarming van de aarde en natuurverlies tegen te gaan. Deze transitie maatregelen kunnen, zeker als ze groot en schoksgewijs zijn, overigens ook van materiële invloed zijn op financiële instellingen.



Vanwege de onderlinge samenhang tussen klimaatverandering en andere natuurgerelateerde risico's bepleit DNB nationaal en internationaal een integrale benadering van beide thema's, ook met betrekking tot het risicobeheer van financiële instellingen. Het Network for Greening the Financial System (NGFS) heeft – met grote betrokkenheid van DNB – een raamwerk gepubliceerd om de transmissie van natuurgerelateerde risico's voor financiële instellingen eenduidig in kaart te brengen, en beveelt aan bredere natuurscenario's verder te ontwikkelen (NGFS, 2023). Ook heeft DNB samen met het Planbureau voor de Leefomgeving een Occasional Study over natuurgerelateerde risico's voor de financiële stabiliteit gepubliceerd (DNB-PBL, 2023). Naast mitigatie van klimaatrisico's neemt de noodzaak tot adaptatie toe, omdat bepaalde klimaatveranderingen op aarde onomkeerbaar lijken. DNB besteedt recent meer aandacht aan adaptatie. Hierbij kan onder andere worden voortgebouwd op een recente studie over de effecten van overstromingen op de financiële stabiliteit (Caloia et al., 2023). Zo kan worden onderzocht in hoeverre adaptatie de financiële impact van fysieke klimaatschokken kan verminderen.

## 2 Risico's van geo-economische fragmentatie

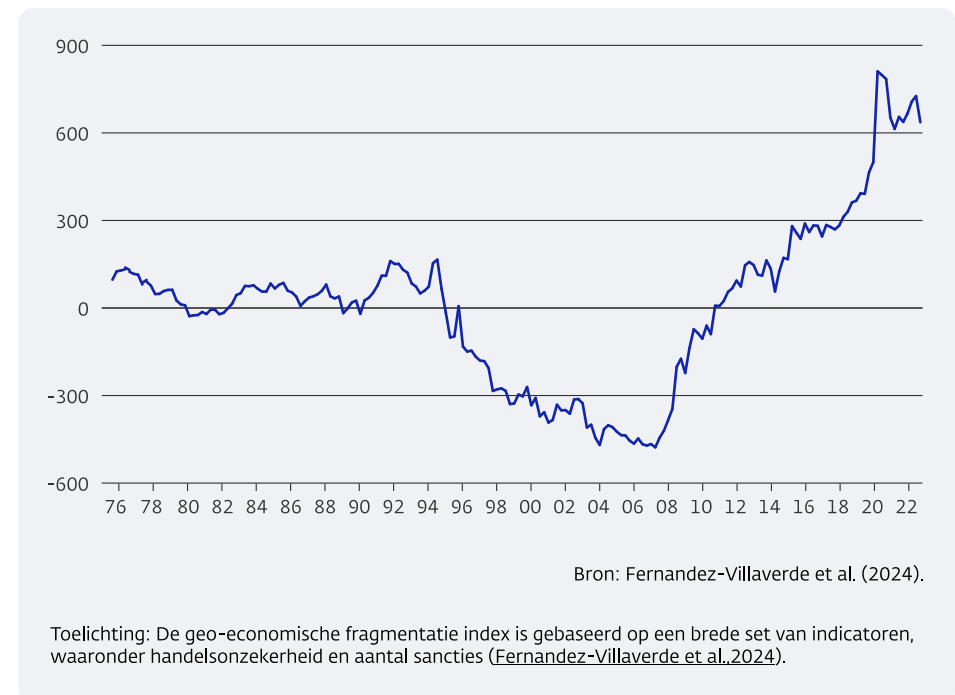
**Na decennia van liberalisatie en globalisering is – mede door geopolitieke ontwikkelingen – een trend van geo-economische fragmentatie ingezet.** Na de wereldoorlogen heeft een lange periode van handelsliberalisatie plaatsgevonden, waarin globalisering en mondiale economische verwevenheid zijn toegenomen. Dit heeft geleid tot een internationaal sterk geïntegreerd economisch en financieel stelsel, wat heeft bijgedragen aan mondiale welvaart. Sinds de financiële crisis is echter in toenemende mate sprake van blokvorming en fragmentatie van de wereldeconomie (zie figuur 8). Zo hebben de Brexit, de handels- en technologieconflicten tussen de Verenigde Staten en China, de Russische oorlog in Oekraïne en de spanningen in het Midden-Oosten de globalisering verder onder druk gezet. Bovendien streven meer landen uit geopolitieke overwegingen naar strategische autonomie en een afbouw van risicovolle afhankelijkheden van andere landen of regio's wat tot een beleidsgestuurde omslag van internationale integratie leidt (IMF, 2023). De trend van geo-economische fragmentatie uit zich in toenemende handelsbeperkingen en de frequentere inzet van industriepolitiek. Zo is het aantal industriepolitieke interventies per jaar wereldwijd gestegen van 250 in 2016 tot circa 1600 in 2022 (Juhász et al., 2023). Daarmee is het afgelopen decennium een groter deel van de totale import van G-20 landen onderhevig geworden aan handelsbeperkingen.

**De open Nederlandse economie is relatief gevoelig voor geo-economische fragmentatie.** Zo is de Nederlandse economie sterk afhankelijk van internationale handel en buitenlandse investeringen. De totale import en export bedraagt 177% van het bbp, een ratio die één van de hoogste ter wereld is. Nederland heeft daarnaast een relatief grote blootstelling aan handel buiten de eurozone. Een simulatiestudie van DNB laat zien dat de effecten van fragmentatie op handel en bbp voor Nederland groter zijn dan voor de Europese Unie als geheel (DNB, 2023). Ook een recente studie van het CPB

naar geopolitieke scenario's voor de wereldhandel wijst op de negatieve effecten van fragmentatie voor de Nederlandse economie (CPB, 2023).

**Figuur 8 Geo-economische fragmentatie op verhoogd niveau**

Index, 1975 = 100



## Geo-economische fragmentatie vergroot financiële stabiliteitsrisico's

**Geopolitiek risico en geo-economische fragmentatie kunnen op verschillende manieren leiden tot risico's voor de financiële stabiliteit.** Het kader op pagina 16 onderscheidt vijf kanalen: i) cyberdreiging, ii) financiële markten, iii) reële economie, iv) multilaterale fora en v) energietransitie. De snelheid waarmee geopolitiek risico en geo-economische fragmentatie het financieel systeem kunnen raken, verschilt per kanaal. Op korte termijn kunnen geopolitieke spanningen leiden tot hogere risicopremies op financiële markten, door bijvoorbeeld militaire conflicten, en een toename van cyberdreigingen, terwijl het langer kan duren voordat de effecten van geo-economische fragmentatie zich via de reële economie in kredietverliezen bij banken vertalen. Ook kunnen economische sancties als gevolg van geopolitieke spanningen effect hebben op de bedrijfsvoering van financiële instellingen. Zo is de Nederlandse Amsterdam Trade Bank – ondanks haar goede financiële positie – in 2022 failliet verklaard, omdat Amerikaanse en Britse sancties aan Russische personen en bedrijven met Russische aandeelhouders de bedrijfsvoering van deze bank ernstig verstoorden ([OFS voorjaar, 2022](#)). Verder kunnen de vijf kanalen besmettingsrisico's vergroten. Zo zijn financiële markten en de reële economie nauw met elkaar verbonden, aangezien bedrijven zich deels op financiële markten financieren. Tot slot bedreigt fragmentatie ook op meer structurele wijze de effectiviteit van internationale coördinatie en het functioneren van multilaterale fora. Dit is problematisch voor effectieve crisisbestrijding, maar ook voor mondiale uitdagingen zoals de energietransitie die vragen om een wereldwijd gecoördineerde benadering.

**Dit hoofdstuk onderzoekt de impact van geopolitieke spanningen en geo-economische fragmentatie op de financiële stabiliteit via cyberdreigingen, financiële markten en de reële economie.** Een toename in geopolitieke spanningen gaat doorgaans gepaard met een toename in cyberaanvallen, zie '[Box 1 Verhoogde cyberrisico's door geopolitieke spanningen](#)'. Cyberaanvallen kunnen de financiële stabiliteit schaden wanneer essentiële infrastructuur in het financiële systeem wordt geraakt.

Dit vraagt om versterkte monitoring door financiële instellingen en aandacht voor cyberweerbaarheid in geval van uitval van systemen. Daarnaast kunnen geopolitieke spanningen tot schokken op financiële markten leiden, wat een negatieve impact heeft op (aandelen)prijzen en financieringskosten van financiële instellingen en bedrijven. Tenslotte kan geo-economische fragmentatie via verstoringen in de wereldhandel leiden tot hogere verliezen bij financiële instellingen. In dit hoofdstuk analyseren we de kwetsbaarheid van Nederlandse financiële instellingen voor fragmentatie via bedrijfsleningen en beleggingen in de bedrijfsobligatie- en aandelenportefeuilles.

### Box 1 Verhoogde cyberrisico's door geopolitieke spanningen

**Geopolitieke spanningen en fragmentatie leiden tot een complexer dreigingslandschap voor cyberrisico's.** Hoewel de meeste cyberaanvallen op financiële instellingen financieel gemotiveerd zijn en uitgevoerd worden door cybercriminelen, neemt de aandacht voor statelijke actoren in het dreigingslandschap door geopolitieke ontwikkelingen toe. Overheden gebruiken uiteenlopende middelen om politiek gemotiveerde doelen te bereiken, waarbij de conflictvoering een meer hybride karakter krijgt. Statelijke actoren gebruiken cyberaanvallen doorgaans voor spionage, sabotage en ontwrichtingsdoeleinden. Kwaadwillende staten kunnen bijvoorbeeld met cyberaanvallen proberen strategische en geheime informatie te verkrijgen of proberen operationele systemen te verstoren. Daarbij valt te denken aan sabotage van vitale processen, economische spionage en beïnvloeding van publiek vertrouwen in instituties. De AIVD, MIVD en NCTV signaleren dan ook dat statelijke inmenging in toenemende mate een dreiging vormt voor de cyberveiligheid in Nederland ([NCTV, 2022](#)). Daarbij gaat het niet alleen om directe aanvallen, maar ook om indirecte aanvallen gericht op onderliggende infrastructuur.

**De toename in geopolitieke dreiging gaat gepaard met een mondiale toename in cyberaanvallen.** Uit de CISSM Cyber Attacks Database van de University of Maryland blijkt dat wereldwijd het aantal publiek bekende cyberaanvallen is toegenomen, met een verviervoudiging tussen 2014 en 2022.<sup>1</sup> Bovendien is de financiële sector hierbij vaker het doelwit. Zo is in 2023 het aandeel van de wereldwijde aanvallen gericht op financiële instellingen gestegen naar 13%, wat een verdubbeling betekent sinds 2014. In het algemeen intensiveert het aantal cyberaanvallen bij een hogere geopolitieke dreiging.<sup>2</sup> Zo laten eigen berekeningen zien dat een stijging van geopolitiek risico – gemeten als één standaarddeviatie verhoging van de Geopolitical Risk Index van Caldara en Iacoviello – in het verleden op mondiaal niveau gepaard is gegaan met een stijging van het aantal cyberaanvallen ([Caldara en Iacoviello, 2022](#)). Tegelijk beschikt de Nederlandse financiële sector over een stevige weerbaarheid tegen dergelijke cyberaanvallen, waardoor de afgelopen jaren geen geslaagde directe aanval van een statelijke actor heeft plaatsgevonden.

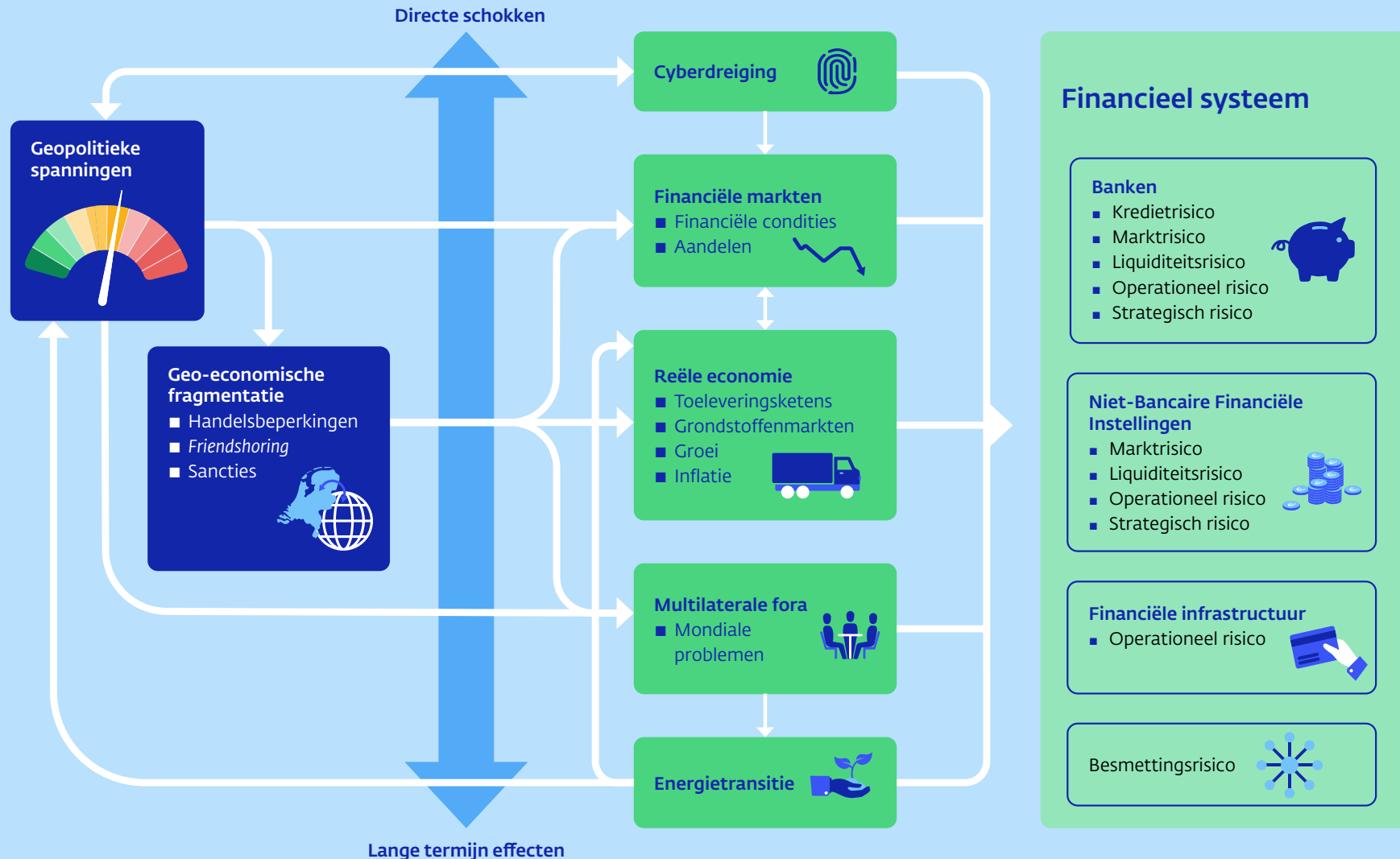
---

<sup>1</sup> De CISSM Cyber Attacks Database van de [University of Maryland](#) bevat 13050 cyberaanvallen over de periode januari 2014 – oktober 2023 en biedt inzicht in de frequentie, het type aanval, de getroffen industrie en het type aanvaller ([Harry en Gallagher, 2018](#)).

<sup>2</sup> De ECB heeft eerder al een link tussen globalisering en cyberaanvallen gevonden ([ECB, 2022](#)).



# Geopolitiek risico en geo-economische fragmentatie raken financieel systeem via verschillende kanalen



## Geopolitiek risico raakt aandelenprijzen en financieringskosten van financiële instellingen

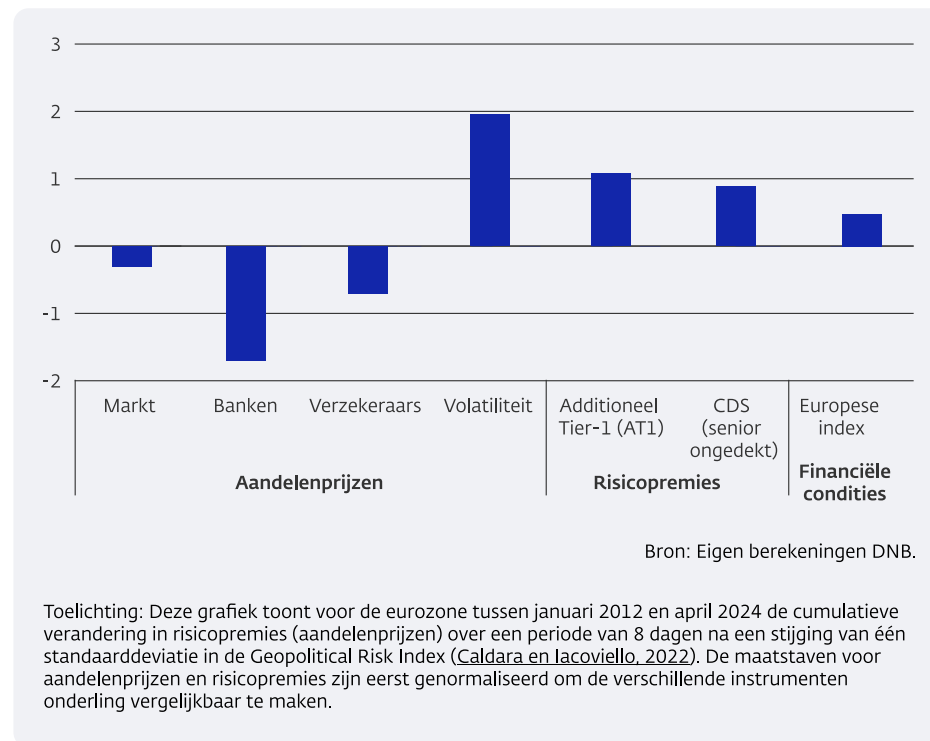
### Aandelenprijzen dalen doorgaans in reactie op geopolitiek risico.

Geopolitieke spanningen en fragmentatie kunnen volatiliteit en schokken op financiële markten in gang zetten. Zo zorgt een geopolitieke schok voor een significante, maar vaak kortstondige reactie op de Nederlandse aandelenmarkt (DNB, 2023). Een empirische analyse laat zien dat ook Europese aandelenprijzen dalen na een toename in geopolitiek risico. Bovendien is de impact voor Europese banken en verzekeraars groter dan het gemiddelde van de markt (zie figuur 9). Tegelijkertijd neemt de financiële onzekerheid toe, wat blijkt uit de toegenomen volatiliteit van aandelenprijzen na oplopend geopolitiek risico. Dergelijke schokken kunnen de marktdiepte en de vraag naar aandelen beïnvloeden, waardoor de marktliquiditeit opdroogt en de prijsvolatiliteit toeneemt. Dit betekent dat beleggers een toename in economische onzekerheid en een afname in economische activiteit verwachten. Dit kan vervolgens een weerslag hebben op de toekomstige winstgevendheid van bedrijven.

**Door een toename in geopolitieke onzekerheid stijgen de financieringskosten voor Europese financiële instellingen.** In lijn met de waardedaling van aandelen stijgen financieringskosten voor Europese financiële instellingen wanneer geopolitiek risico toeneemt (zie figuur 9). Zo nemen bijvoorbeeld de risicopremies toe die financiële instellingen betalen op hun uitstaande Additioneel Tier-1 schuld papier (AT1). Hierdoor is het voor financiële instellingen duurder om nieuw kapitaal op te halen. Daarnaast stijgt de risicopremie op *credit default swaps* (CDS) na een toename van geopolitiek risico, wat aangeeft dat beleggers een hoger risico bij wanbetaling op uitstaande bankschuld verwachten.

**Figuur 9 Aandelen Europese banken en verzekeraars gevoeliger voor geopolitieke schokken dan de bredere economie**

Genormaliseerde cumulatieve verandering in procentpunten



**Hogere financieringskosten voor banken kunnen uitstralingseffecten hebben naar de reële economie.** Zo kunnen oplopende financieringskosten en een toename in onzekerheid ervoor zorgen dat banken terughoudender worden met het verstrekken van leningen. Samen met een stijging van risicopremies leidt dit tot krappere financiële condities in de eurozone in tijden van hoog geopolitiek risico (zie figuur 9). Via die kanalen gaat een toename van geopolitiek risico gepaard met een afname van economische activiteit (DNB, 2023).

## Financiële instellingen vooral gevoelig voor geo-economische fragmentatie via waardeketens van bedrijven

### Ook kunnen financiële instellingen door geo-economische fragmentatie en handelsverstoringen te maken krijgen met hogere kredietverliezen.

Geo-economische fragmentatie kan via twee kanalen financiële instellingen raken. Allereerst kan fragmentatie gevolgen hebben voor Nederlandse financiële instellingen via directe bedrijfsleningen en beleggingen van bedrijven in landen die relatief ver van Nederland staan op het geopolitieke speelveld. Ten tweede kan fragmentatie op indirecte wijze gevolgen hebben doordat Nederlandse banken leningen verstrekt hebben aan bedrijven die via hun waardeketen afhankelijk zijn van landen met een grote geopolitieke afstand tot Nederland. Om deze gevoeligheden in kaart te brengen, hebben we landen onderverdeeld in drie groepen op basis van stemgedrag bij de VN-resolutie over de mensenrechtensituatie in de tijdelijke bezetting van delen van Oekraïne in 2023: 'gelijkgestemde', 'teggengestelde' en 'neutrale' landen (Baba et al., 2023).<sup>3</sup> In deze stemming bestaat de 'gelijkgestemde' groep uit Nederland en 77 andere landen, waaronder de andere EU-landen en de Verenigde Staten. De groep met 'teggengestelde' landen bestaat uit 15 landen, waaronder China, Iran en Rusland. De gevoeligheden voor fragmentatie brengen we allereerst in kaart voor banken door te kijken naar bedrijfsleningen en vervolgens voor pensioenfondsen en verzekeraars door de beleggingen te analyseren, zie 'Box 2 Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars vooral kwetsbaar voor fragmentatie via bedrijfsobligaties en aandelen'.

**Het aantal directe leningen verstrekt door Nederlandse banken aan bedrijven in 'teggengestelde' landen is zeer beperkt.** Eind 2023 vormen leningen verstrekt aan bedrijven die actief zijn in de vijftien 'teggengestelde' landen 0,5% van de totale bedrijfsleningenportefeuille van Nederlandse banken. Bovendien hebben Nederlandse banken hun leningen aan

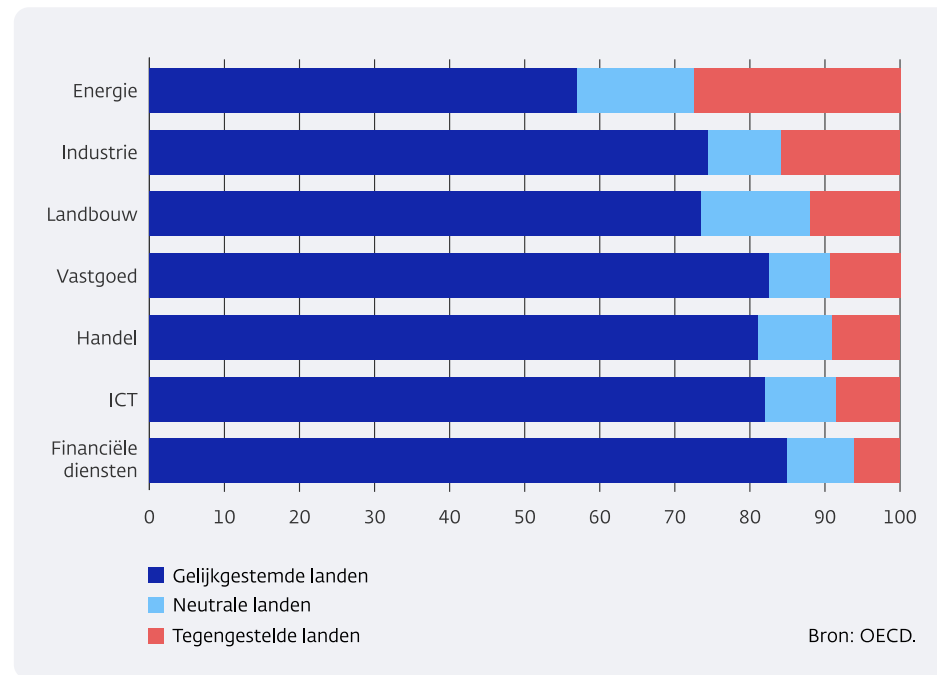
bedrijven gevestigd in 'teggengestelde' landen de afgelopen jaren verkleind. Zo is de omvang van deze portefeuille sinds eind 2020 met 56% gedaald. Vooral leningen aan bedrijven in Rusland zijn significant afgenomen in reactie op de Russische inval in Oekraïne en de daaropvolgende Westerse sancties.

**Op indirecte wijze zijn banken kwetsbaarder voor fragmentatie via leningen aan Nederlandse bedrijven wiens productie afhankelijk is van 'teggengestelde' landen.** De OESO *Foreign Input Reliance* (FIR) maatstaf toont in hoeverre bedrijven bij hun productieprocessen afhankelijk zijn van buitenlandse import, zoals materialen, onderdelen of diensten. Aan de hand van het stemgedrag bij de eerdergenoemde VN resolutie is onderscheid gemaakt tussen import uit landen die relatief ver van Nederland staan op het geopolitieke speelveld en landen die dichterbij staan. Daaruit volgt dat Nederland de afgelopen 25 jaar gestaag afhankelijker is geworden van 'neutrale' en 'teggengestelde' landen. De import van onder andere grondstoffen, diensten of onderdelen uit 'teggengestelde' landen is verviervoudigd van 3% in 1995 tot 12% in 2020. Deze afhankelijkheid is zichtbaar in alle sectoren. Dit bevestigt dat een open economie zoals die van Nederland, kwetsbaar is voor een verstoring van internationale waardeketens (DNB, 2023). Tussen sectoren bestaan overigens wel verschillen in de mate van afhankelijkheid van 'teggengestelde' landen (zie figuur 10). Zo is de Nederlandse energiesector – met meer dan 27% van de buitenlandse import – het meest afhankelijk van 'teggengestelde' landen. Ook in de industriële sector en bouwsector komt een substantieel deel (circa 15%) van de buitenlandse import uit deze landen. Deze sectoren zijn zodoende kwetsbaar voor maatregelen die handel tussen wereldregio's beperken, zoals zichtbaar tijdens de Covid-19 pandemie. Naast import voor hun productie verkopen bedrijven hun producten ook in het buitenland, waarbij de buitenlandse afzetmarkt in alle sectoren voor circa 10% uit 'teggengestelde' landen bestaat.

<sup>3</sup> De groep 'neutraal' bevat landen die zich van stemming onthouden hebben of afwezig waren bij de stemming over deze specifieke resolutie. Deze indeling van landen in de drie groepen dient niet verabsoluteerd te worden aangezien het betrekking heeft op een specifieke resolutie.

**Figuur 10** Vooral Nederlandse energiesector gevoelig voor geo-economische fragmentatie

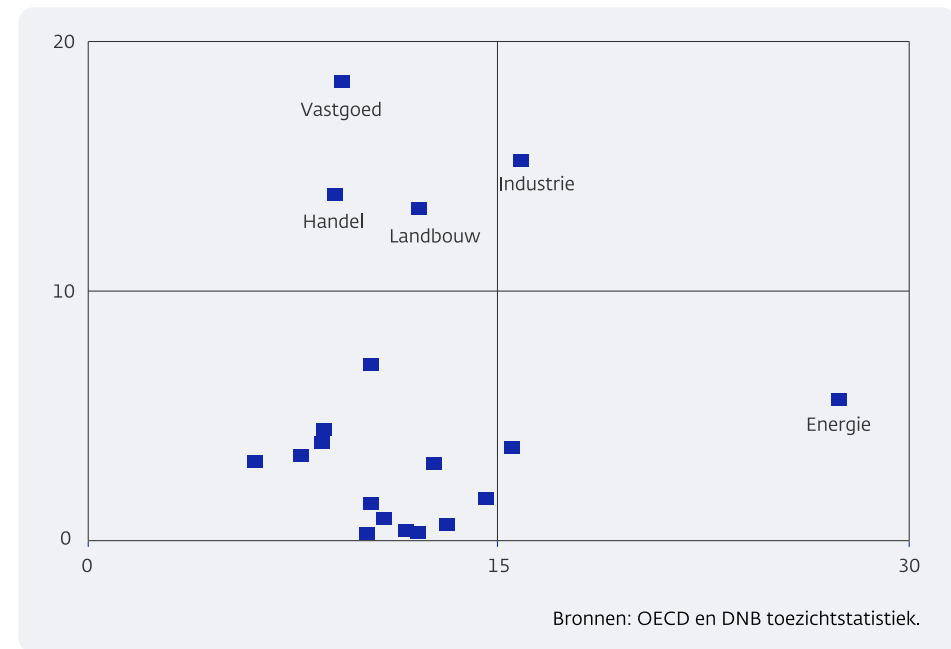
Aandeel buitenlandse import per sector in 2020



**Nederlandse banken zijn vooral via bedrijfsleningen aan de industriële sector kwetsbaar voor geo-economische fragmentatie.** Figuur 11 laat zien dat de industriële sector relatief afhankelijk is van 'tegengestelde' landen en tegelijk een relatief groot aandeel (circa 15%) in de bedrijfsleningenportefeuille van banken betreft. Dit aandeel is veel lager voor de energiesector (circa 6%), waardoor de impact van fragmentatie op banken via deze sector relatief beperkt is.<sup>4</sup>

**Figuur 11** Nederlandse banken vooral via leningen aan industrie kwetsbaar voor geo-economische fragmentatie

Aandeel buitenlandse import (FIR) uit 'tegengestelde' landen per sector (horizontaal), aandeel sector in de bedrijfsleningenportefeuille (verticaal)



**De uiteindelijke impact op de Nederlandse economie en de financiële stabiliteit hangt af van substitutiemogelijkheden voor bedrijven.** De beschikbaarheid van substitutiegoederen uit 'gelijkgestemde' of 'neutrale' landen stelt bedrijven mogelijk in staat waardeketens snel aan te passen. Zodoende kunnen de gevolgen voor bedrijven – en in het verlengde daarvan – Nederlandse financiële instellingen mogelijk worden beperkt. Bovendien zullen consumenten en producenten in reactie op handelsbelemmeringen over tijd afstappen van duurdere buitenlandse goederen, wat leidt tot een verschuiving van de productie tussen landen. Zo is

<sup>4</sup> De FIR maatstaf toont de afhankelijkheid van buitenlandse import voor Nederlandse sectoren, maar de bedrijfsleningenportefeuille van Nederlandse banken bestaat voor circa 30% uit Nederlandse leningen. De FIR maatstaf is dus niet voor de gehele bedrijfsleningenportefeuille van toepassing.

Nederland tijdens de energiecrisis na de Russische invasie van Oekraïne gedeeltelijk overgestapt op niet-Russisch gas door het importeren van vloeibaar aardgas (LNG). Dergelijke verschuivingen zijn afhankelijk van de mate waarin goederen vervangen kunnen worden en de flexibiliteit van prijzen. Voor bepaalde grondstoffen, bijvoorbeeld van belang bij de energietransitie, zal het uitdagend zijn deze uit 'gelijkgestemde' of 'neutrale' landen te importeren. Bovendien zijn dergelijke verschuivingen economisch kostbaar, en kunnen ze gepaard gaan met kredietrisico's voor de bedrijfsleningenportefeuille van banken.

**Box 2 Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars vooral kwetsbaar voor fragmentatie via bedrijfsobligaties en aandelen**

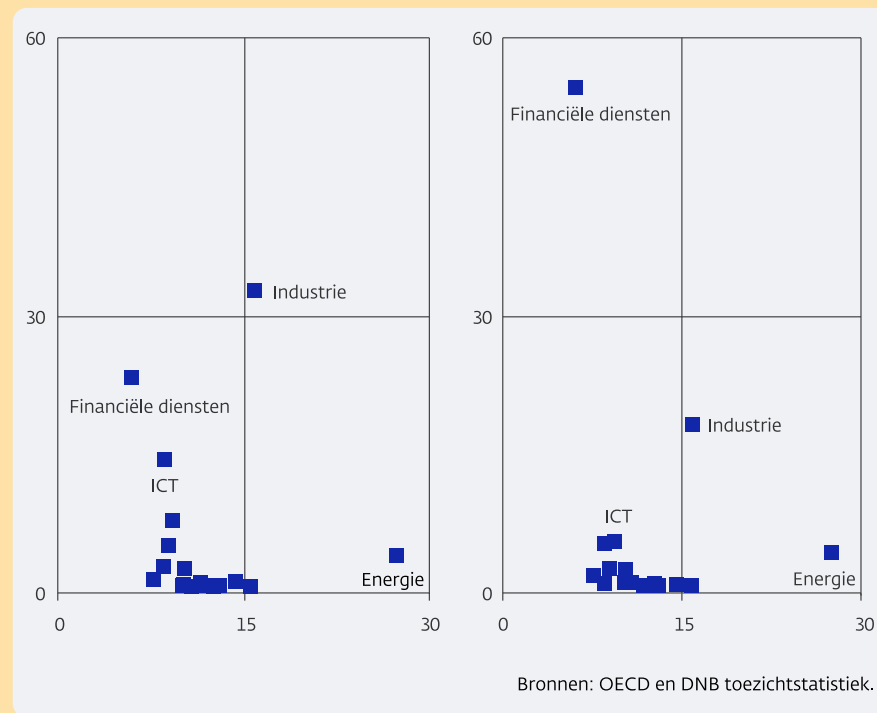
**Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars zijn in beperkte mate direct blootgesteld aan bedrijven gevestigd in 'tegeggestelde' landen.** Pensioenfondsen en verzekeraars zijn voornamelijk aan bedrijven blootgesteld via beleggingen in bedrijfsobligaties en aandelen. Eind 2023 zijn de bedrijfsobligaties en aandelenbezittingen van pensioenfondsen circa 455 miljard euro waard en die van verzekeraars circa 80 miljard euro. Dit komt overeen met respectievelijk 29% en 18% van de totale activa. Bij verzekeraars en pensioenfondsen vormen obligaties en aandelen van bedrijven gevestigd in 'tegeggestelde' landen echter minder dan 1% van de bedrijfsobligatie- en aandelenportefeuille.

**Tegelijkertijd zijn Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars op indirecte wijze vooral via bedrijfsobligaties en aandelen van industriële bedrijven kwetsbaar voor fragmentatie.** Net als banken kunnen pensioenfondsen en verzekeraars ook via de waardeketens van bedrijven, waarin zij geïnvesteerd hebben, geraakt worden door geo-economische fragmentatie. Vooral pensioenfondsen – en in mindere mate verzekeraars – hebben een groot deel van hun bedrijfs-

obligatie- en aandelenportefeuille belegd in bedrijven die actief zijn in de industriële sector (zie figuur 12). Deze sector is voor 16% afhankelijk van import uit 'tegeggestelde' landen voor hun productie.<sup>5</sup> Daarentegen bestaat bij verzekeraars ruim de helft van obligatie- en aandelenportefeuille uit bedrijven in de financiële sector, die in hun productie relatief beperkt afhankelijk zijn van 'tegeggestelde' landen.

**Figuur 12 Nederlandse pensioenfondsen (links) en verzekeraars (rechts) vooral kwetsbaar voor geo-economische fragmentatie via industriële bedrijven**

Aandeel buitenlandse import uit 'tegeggestelde' landen per sector (horizontaal), aandeel sector in bedrijfsobligatie- en aandelenportefeuille (verticaal)



<sup>5</sup> Bij verzekeraars en pensioenfondsen vormen Nederlandse bedrijfsobligaties en aandelen respectievelijk circa 29% en 6% van de totale bedrijfsobligatie- en aandelenportefeuille. De FIR maatstaf is slechts voor dit gedeelte van de portefeuille van toepassing.

## Beleid: Fragmentatie vraagt om bewustwording en analyse bij financiële instellingen en een sterke interne Europese markt

**De toename in geo-economische fragmentatie vraagt om bewustwording, diepgaande analyses door financiële instellingen, toezicht-houders en beleidsmakers en passend risicobeheer.** Dit hoofdstuk laat zien dat financiële instellingen via verschillende kanalen door geo-economische fragmentatie geraakt kunnen worden. Zo leiden geopolitieke spanningen tot een complexer dreigingslandschap voor cyberrisico's wat om versterkte monitoring en weerbaarheid vraagt van zowel de eigen systemen als de uitbestedingsketen. Strikte *Service Level Agreements* (SLA's) op het gebied van *incident reporting* vanuit derde partijen aan financiële instellingen, en duidelijke vereisten ten aanzien van cyberweerbaarheid helpen financiële instellingen om grip op derde partijen te houden. Ook kunnen financiële instellingen scenario-analyse en stresstest instrumenten gebruiken om zich voor te bereiden op uiteenlopende scenario's van fragmentatie. In de monitoring van risico's in de leningen- en beleggingsportefeuille is het belangrijk dat financiële instellingen verder kijken dan het land waarin een bedrijf zelf gevestigd is, maar ook in ogenschouw nemen hoe een bedrijf via haar waardeketens kwetsbaar kan zijn. De afhankelijkheid van buitenlandse import kan namelijk significant verschillen tussen bedrijven. Ook toezichthouders en beleidsmakers moeten zich verder blijven verdiepen in de risico's van geo-economische fragmentatie. Aangezien geo-economische fragmentatie de soliditeit van financiële instellingen en de financiële stabiliteit kan raken, is het van belang dat deze risico's worden meegenomen in de identificatie van kwetsbaarheden bij onder toezicht staande instellingen. Een beter begrip van de interacties tussen geo-economische fragmentatie en meer traditionele risico's zoals krediet-, rente-, markt-, liquiditeits- en operationeel risico is daarbij noodzakelijk. In het verlengde hiervan moeten financiële instellingen ook meer rekening houden met deze risico's in hun risicobeheer.

**Daarnaast moeten Europese overheden het belang van strategische autonomie zorgvuldig afwegen tegen de negatieve effecten van fragmentatie op de economie en financiële stabiliteit.** Het streven naar

afbouw van strategische en economische afhankelijkheden is begrijpelijk en kan ook noodzakelijk zijn. Afhankelijkheden op het gebied van bijvoorbeeld zeldzame aardmetalen en grondstoffen voor de energietransitie vormen een kwetsbaarheid. De Europese Commissie heeft daarom in kaart gebracht welke strategische afhankelijkheden het meest kwetsbaar zijn, en werkt aan maatregelen om deze afhankelijkheden te verminderen, onder meer door strategische voorraden aan te leggen en productie en investeringen in Europa te stimuleren. Met een beleid gericht op 'open strategische autonomie' probeert de EU haar autonomie op strategische terreinen in evenwicht te brengen met het behoud van een open, multi-laterale handelssysteem. Het verwerven van strategische autonomie brengt echter belangrijke economische kosten met zich mee en kan fragmentatie verder in de hand werken ([DNB, 2023](#)). Beleid om economische afhankelijkheden te verminderen moet dus selectief zijn (*targeted de-risking*), en de Europese interne markt niet ondermijnen en idealiter versterken. Een goed functionerende EU-markt vergroot de weerbaarheid van de economie en vermindert de Nederlandse afhankelijkheid van andere wereldregio's. De interne EU-markt kan bedrijven daarnaast helpen om internationaal concurrerend en innovatief te zijn in kritieke sectoren en technologieën. Door resterende barrières binnen de interne markt, bijvoorbeeld met betrekking tot de mobiliteit van arbeid en kapitaal, weg te nemen kan het potentieel van de interne markt verder worden benut.

**Voor een goed functionerende Europese interne markt is het verder ontwikkelen van de kapitaalmarktunie essentieel.** Beter functionerende kapitaalmarkten zijn belangrijk voor het groeipotentieel en de stabiliteit van Europa. Zo maken diep geïntegreerde en liquide kapitaalmarkten financiering beschikbaar voor innovatieve bedrijven en vermindert een goed functionerende kapitaalmarktunie de afhankelijkheid van bankfinanciering. Ook de klimaat- en digitale transitie vereisen grote private investeringen, die aangejaagd kunnen worden door beter ontwikkelde kapitaalmarkten. Om de kapitaalmarktunie verder te brengen zijn aanvullende stappen nodig. DNB heeft – samen met de Autoriteit Financiële Markten – meerdere voorstellen daartoe gedaan ([DNB-AFM, 2024](#)). Een belangrijk aandachtspunt is het verder verdiepen van Europese kapitaalmarkten, bijvoorbeeld via een focus op de rol van retailbeleggers en meer pensioen-

sparen. Een andere prioriteit is het verder integreren van Europese kapitaalmarkten. Dit kan onder meer via harmonisatie van insolventiewetgeving en het geleidelijk verplaatsen van het toezicht op kritieke, grensoverschrijdende marktpartijen – zoals CCP's en beurzen – naar Europees niveau. Daarbij kunnen lessen uit de ervaringen met het Europese banktoezicht worden meegenomen. Overigens is het ook van belang om de bankenunie te vervolmaken.





## 3 Weerbaarheid van financiële instellingen

**De Nederlandse financiële sector staat er momenteel goed voor, maar de onzekerheid over het macro-economische beeld kan bestaande risico's versterken.** In alle sectoren bevinden prudentiële ratio's zich eind 2023 ruim boven de vereisten, waarbij de meeste instellingen hebben geprofiteerd van de transitie naar hogere rentes. Tegelijkertijd werkt de rente door in de financiële positie van huishoudens, bedrijven en overheden, maar de snelheid van deze doorwerking verschilt. Zo hebben hogere rentes met vertraging impact op de schuldhoudbaarheid van huishoudens, bedrijven en overheden en de activakwaliteit van financiële instellingen ([OFS najaar, 2023](#)). Daarnaast zijn financiële instellingen gevoelig voor een verslechtering van het macro-economische beeld, bijvoorbeeld door tegenvallende inflatiecijfers. Deze verslechtering kan zich vertalen in correcties op financiële markten en verliezen op beleggingen en leningen waardoor de financiële positie van financiële instellingen achteruit gaat. In algemene zin zijn vooral rente-, liquiditeit- en kredietrisico's voor Nederlandse banken van belang, terwijl Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen primair zijn blootgesteld aan markt-, rente- en liquiditeitsrisico's. Tot slot bestaat het risico dat bij een schok besmetting binnen het financiële systeem plaatsvindt.

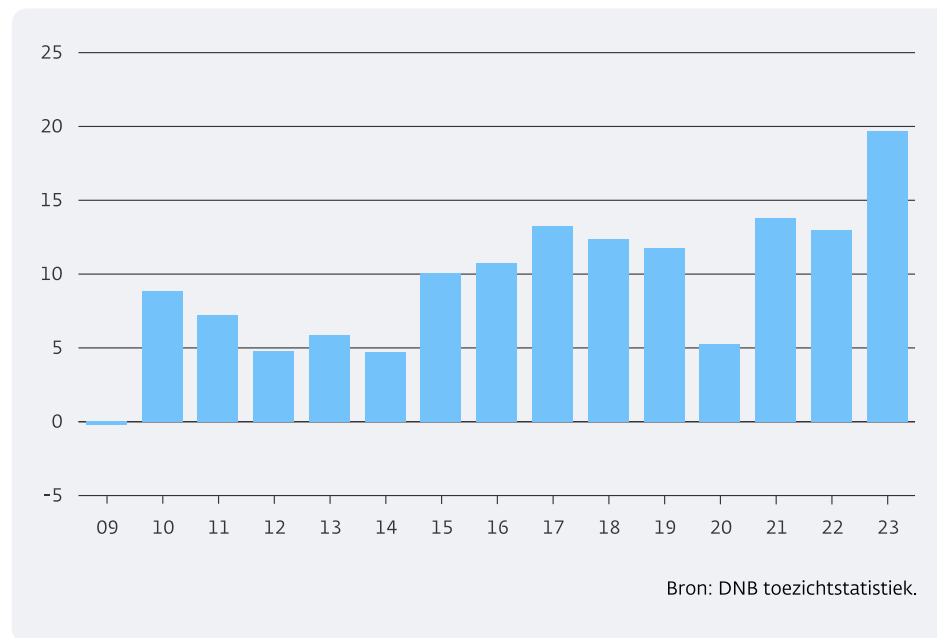
**Daarom onderzoekt dit hoofdstuk de weerbaarheid van financiële instellingen.** Dit hoofdstuk richt zich achtereenvolgens op banken en niet-bancaire financiële instellingen. Voor Nederlandse banken zijn onder meer recente ontwikkelingen in de netto rentebaten en activakwaliteit in kaart gebracht, terwijl voor niet-bancaire financiële instellingen de focus ligt op de verschuiving naar meer illiquide en risicovolle beleggingen. Daarnaast is de weerbaarheid van Nederlandse financiële instellingen geanalyseerd bij een verslechtering van het macro-economische beeld. Dit hoofdstuk sluit af met overkoepelende beleidsboodschappen voor financiële instellingen.

### Banken staan er goed voor, activakwaliteit blijft grotendeels op peil

**Nederlandse banken beschikken over een solide kapitaalpositie en hebben – mede dankzij hogere rentes – in 2023 historisch hoge winsten gerealiseerd.** Met een kernkapitaalratio van gemiddeld 16,9% voldoen Nederlandse banken eind 2023 ruim aan de prudentiële kapitaalvereisten. Ook liggen de liquiditeitsratio's van Nederlandse banken ruim boven de vereisten en is de weerbaarheid van banken mede door de hervormingen na de financiële crisis van 2008 verbeterd. Daarbij heeft de Nederlandse bankensector in totaal een nettowinst van circa 20 miljard euro geboekt (zie figuur 13). In vergelijking met het voorgaande jaar is de nettowinst met circa 50% gestegen, terwijl de balansomvang hetzelfde is gebleven. Bij Nederlandse banken is de toegenomen winst voornamelijk het gevolg van een verbetering van de netto rentebaten, en in het bijzonder de marge op depositofinanciering (inleenmarge). Netto rentebaten zijn het verschil tussen rente-inkomsten die banken ontvangen – bijvoorbeeld rentekosten voor leningen van huishoudens en bedrijven – en rente-uitgaven die banken betalen om geld op te halen, bijvoorbeeld via deposito's. Bij de rente-inkomsten werken de hogere rentes per definitie geleidelijk door, omdat verstrekte leningen een langere rentevaste periode hebben dan deposito's. De rente uitgaven van banken zijn om twee redenen relatief verbeterd. Allereerst heeft de monetaire verkrapping een einde gemaakt aan negatieve rentes, die banken niet volledig aan spaarders konden doorrekenen. Ten tweede hebben Nederlandse banken aan het begin van de verkrappingscyclus rentestijgingen minder snel doorgegeven aan spaarders dan in hun rentemodellen voorzien ([DNB, 2023](#)). De verbeterde winstgevendheid komt ook tot uiting in de aandelenkoersen van Nederlandse banken. Zo is de verhouding van de marktprijs tot de boekwaarde voor Nederlandse beursgenoteerde banken het afgelopen halfjaar verbeterd. Daarmee bewegen Europese banken qua koers-boekwaardeverhouding richting Amerikaanse banken.

**Figuur 13 Winsten Nederlandse banken in 2023 toegenomen tot circa 20 miljard euro**

Miljarden euro

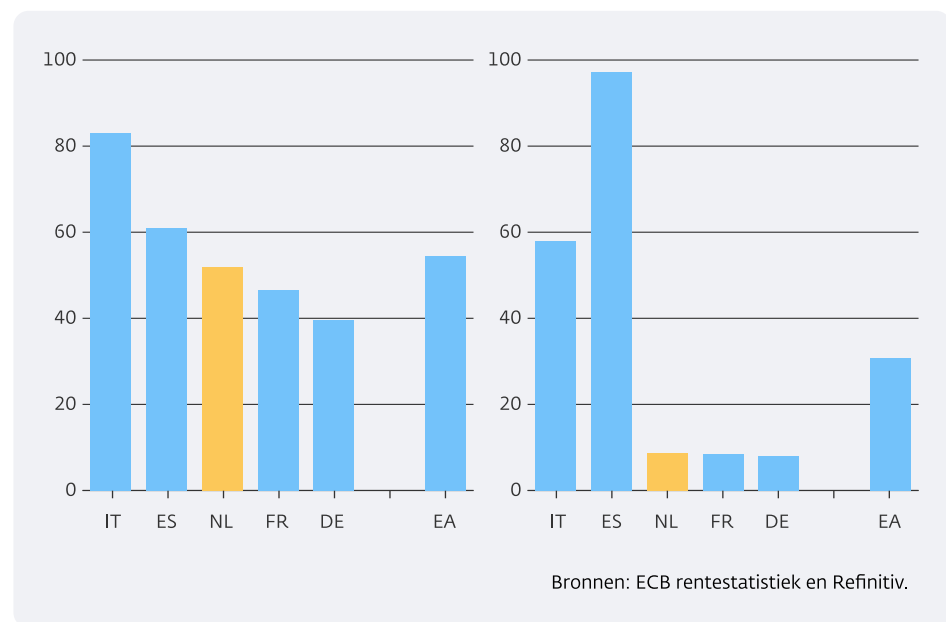


**De hogere rente werkt ook door in de leningen die banken hebben verstrekt aan bedrijven en huishoudens, waarbij vooral de eerste groep al te maken heeft met hogere rentekosten.** Nederlandse banken hebben relatief veel geld uitgeleend aan huishoudens voor een hypotheek (circa 800 miljard euro) en aan bedrijven (600 miljard euro). Eind 2023 beslaan de hypotheek- en bedrijfsleningenportefeuille samen circa de helft van de totale bankbalans. Bedrijfsleningen bij banken hebben een relatief korte looptijd. Zo lopen de huidige uitstaande bedrijfsleningen gemiddeld over 2,5 jaar af. Hierdoor is de hogere rente momenteel voor meer dan de helft doorgewerkt in de uitstaande bedrijfsschuld bij Nederlandse banken. Deze doorwerking is in lijn met het gemiddelde in het Eurogebied (zie figuur 14, links). Daarentegen is de hogere rente slechts voor 9% doorgewerkt in de

rentekosten van Nederlandse hypotheekleningen (zie figuur 14, rechts). Deze lage doorwerking is het gevolg van de keuze van veel huishoudens om de rente – bijvoorbeeld op een hypotheek – voor een langere periode vast te zetten. Zo is de groep huishoudens die de rente voor meer dan 10 jaar vastzet, tussen 2017 en 2022 gegroeid van 33% naar 53%. Deze huishoudens krijgen de komende jaren nog niet te maken met een rentewijziging. Om diezelfde reden werken de hogere rentekosten bij Nederlandse huishoudens trager door dan gemiddeld bij huishoudens in het Eurogebied.

**Figuur 14 Rentestijging verder doorgewerkt in gemiddelde rentebetaling op bedrijfsleningen (links) dan op hypotheekleningen (rechts)**

Procenten; doorwerking verandering Euribor driemaands- en tienjaarsmarktrente in gemiddelde uitstaande rentetarieven voor respectievelijk bedrijven en hypotheekleningen; periode december 2021 en februari 2024



**Ondanks de hogere rentekosten is de activakwaliteit van leningen bij Nederlandse banken vooralsnog grotendeels op peil gebleven.** Eind 2023 hebben banken minder dan 2% van alle leningen aangemerkt als niet-presterend (stage 3). Daarnaast hebben banken 8% aangemerkt als leningen met een verhoogd risico op wanbetaling (stage 2). Tussen portefeuilles bestaan echter verschillen in de activakwaliteit. Zo zijn bedrijfsleningen historisch gezien risicovoller dan hypotheekleningen. Nederlandse banken hebben eind 2023 circa 15% van alle bedrijfsschuld aangemerkt als stage 2 of 3 lening tegenover 8% van de hypotheekleningen. Hoewel de hypotheekportefeuille groter is dan bedrijfsleningenportefeuille, vormen bedrijfsleningen eind 2023 tweederde van de totale niet-presterende leningen.

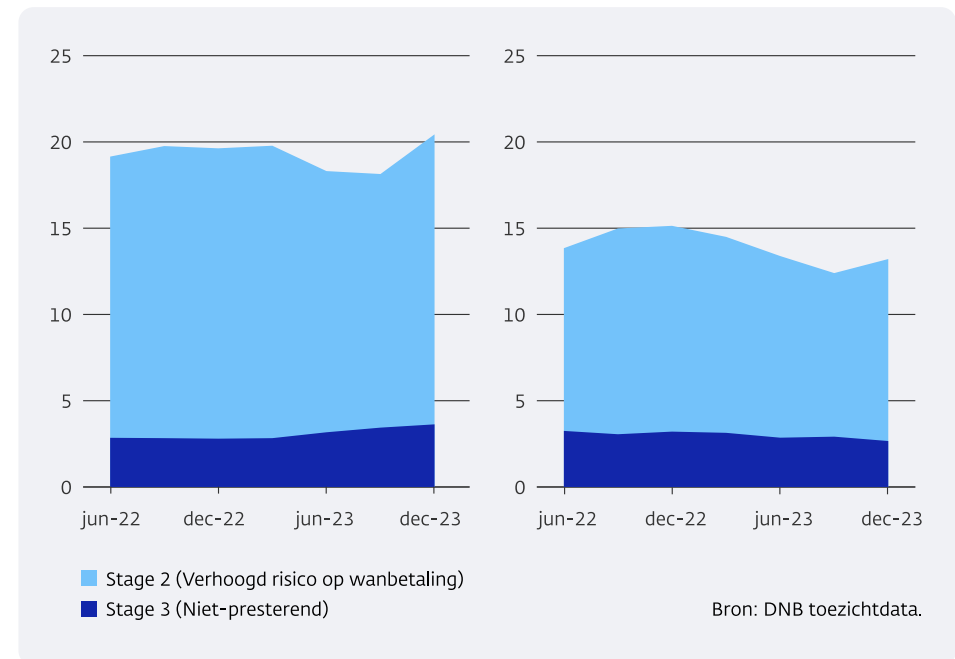
### Toekomstige risico's voor activakwaliteit

**Vooruitblikkend kunnen kredietverliezen met vertraging toenemen.**

De effecten van de hogere rentes werken met vertraging door in de financieringskosten van bedrijven en huishoudens. De stijging in stage 2 leningen is met name zichtbaar onder bedrijfsleningen die een renteherziening hebben gehad of opnieuw gefinancierd zijn in 2022 of 2023. Deze stijging is sterker dan bij de overige bedrijfsleningen. De hogere rentes lijken dus een rol te spelen in de verslechtering van de kwaliteit van bedrijfsleningen. Ook bij hypotheekleningen heeft eind 2023 een stijging in stage 2 plaatsgevonden van 4% naar 6%. Tot dusver neemt alleen het aandeel leningen met verhoogd risico op wanbetaling toe, maar dit kan zich op den duur ook vertalen in een groei van niet-presterende leningen. Vooruitkijkend krijgt 55% van de uitstaande bedrijfsschuld en 14% van de uitstaande hypotheekschuld in 2024 of 2025 te maken met een renteherziening of herfinanciering. Ten slotte zijn kredietrisico's vertraagd zichtbaar in de data waardoor kredietverliezen mogelijk hoger zijn dan de data op dit moment laten zien.

**Figuur 15 Lichte toename niet-presterende leningen gedekt door commercieel vastgoed**

Procenten van totaal leningen; bedrijfsleningen gedekt door commercieel vastgoed (links), overige bedrijfsleningen (rechts)



**Vooral leningen gedekt door commercieel vastgoed zijn kwetsbaar en tonen een verslechtering van de activakwaliteit.** Binnen de portefeuille voor bedrijfsleningen zitten verschillen tussen lening typen. Met name leningen gedekt door commercieel vastgoed zijn kwetsbaar, omdat de markt voor commercieel vastgoed onder druk staat en de terugbetaalcapaciteit verslechtert door hogere rentekosten, lagere rendementen en verminderde huuropbrengsten (OFS najaar, 2023). Deze kwetsbaarheid is ook zichtbaar in de data. Zo is bij leningen gedekt door commercieel vastgoed het aandeel niet-presterende leningen recent toegenomen van 3% naar 4% (zie figuur 15, links). Hoewel niet-presterende leningen gedekt door

commercieel vastgoed zich daarmee nog onder het eigen langjarige gemiddelde bevinden, is deze toename in mindere mate waar te nemen bij de overige bedrijfsleningen (zie figuur 15, rechts). Daarnaast hebben meer leningen gedekt door commercieel vastgoed een verhoogd risico op wanbetaling. Net als in 2022, bevindt het aandeel leningen met een verhoogd risico op wanbetaling zich op 17% en daarmee boven het langjarige gemiddelde van 15%. Tegelijkertijd vermindert een daling van vastgoedprijzen de onderpandwaarde van leningen die de bank verstrekt heeft. Hierdoor daalt de verhouding tussen de schuld en het onderpand (*loan-to-value* ratio). Zo is het aandeel van leningen gedekt door commercieel vastgoed met een *loan-to-value* ratio boven de 100% sinds het vorige OFS in oktober 2023 gestegen van 14% naar 17%. Bij deze leningen kan het onderpand potentiële verliezen niet opvangen, wat een verhoogde kans op kredietverliezen voor banken met zich meebrengt.

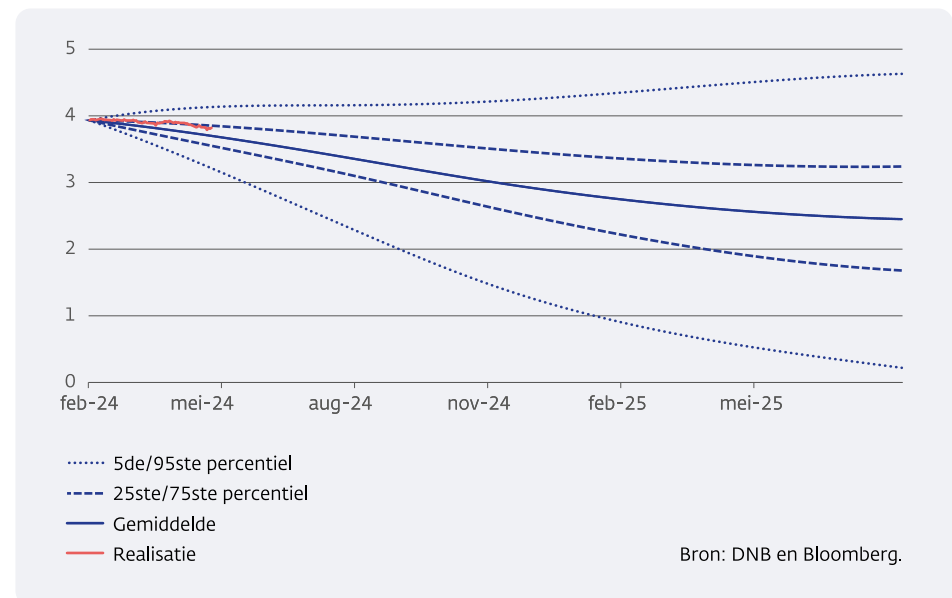
**Vanwege de onder druk staande markt voor commercieel vastgoed is het essentieel dat banken onderpand tijdig herwaarderen en voorzieningen treffen.** De recente prijsdalingen van commercieel vastgoed werken vertraagd door op de balans van banken. Europese regelgeving verplicht banken om de waarde van commercieel vastgoed eenmaal per jaar te monitoren, maar dit betekent niet dat een onafhankelijke externe partij het vastgoed per definitie opnieuw waardeert. Jaarlijks stellen Nederlandse banken voor circa 30% van het commerciële vastgoed de waarde van het onderpand opnieuw vast waardoor de waarde van een significant deel van het vastgoed niet volledig actueel is (Horan et al., 2023). Periodieke herwaardering van onderpand geeft beter inzicht in de risico's en stelt banken in staat om tijdig voorzieningen te treffen. Daarmee kunnen banken zich voorbereiden op potentiële verliezen, zonder dat dit kredietverlening teveel remt. Tot slot dragen prudente leennormen voor nieuwe leningen bij aan het borgen van de activakwaliteit en beperken ze de kwetsbaarheden bij negatieve marktschokken.

## Onzekerheden kunnen weerbaarheid banken beïnvloeden

**Naast een afname van de activakwaliteit, kan het macro-economische beeld door toegenomen onzekerheid verslechteren.** De toegenomen onzekerheid over het macro-economische beeld kan zich vertalen in gevoeligheid van financiële markten voor correcties. Zo hebben markten hun verwachtingen voor de renteverlagingen door de ECB met 75 basispunten teruggeschoefd tussen december 2023 en april 2024, zie '[Positief sentiment op financiële markten, kwetsbaar voor tegenvallers](#)'. Bovendien zorgt deze onzekerheid voor uiteenlopende verwachtingen over de renteontwikkeling (zie figuur 16). Uit termijncontracten valt af te leiden dat voor driemaands contracten een rente tussen de 1,7% en 3,2% in het derde kwartaal van 2025 het meest aannemelijk is, maar dat een rente tussen de 0,2% en 4,6% ook mogelijk is.

**Figuur 16** Verwachtingen over Europese korte rente lopen uiteen

Renteverwachtingendistributie voor Euribor driemaandstermijncontracten; medio februari 2024



**Bij macro-economische tegenwind nemen de risico's voor de solvabiliteitspositie van banken toe, al is het vertrekpunt gunstig.** Om de risico's van de ontwikkeling van toekomstige rentes op de solvabiliteitspositie van banken in kaart te brengen zijn twee macro-economische stress-scenario's geanalyseerd. Deze scenario's zijn gebaseerd op twee extremen: i) een hogere rente scenario waarin de korte rente is gebaseerd op het 95<sup>e</sup> percentiel van marktverwachtingen (zie figuur 16), en ii) een lagere rente scenario in lijn met het 5<sup>e</sup> percentiel. Voor inflatie, economische groei, vastgoedprijzen, aandelenprijzen en kredietverlening zijn passende, ongunstige ontwikkelingen in beide scenario's bepaald.<sup>6</sup> Uit analyse blijkt dat de solvabiliteitspositie van banken in beide macro-economische stressscenario's solide blijft, maar dat het hogere rente scenario het minst gunstig is, zie 'Box 3 Banken weerbaar in minder gunstige macro-economische scenario's dankzij goed vertrekpunt'. De gemiddelde kernkapitaalratio van de vier Nederlandse grootbanken daalt in dit hogere rente scenario, maar blijft ruim boven de prudentiële vereisten.

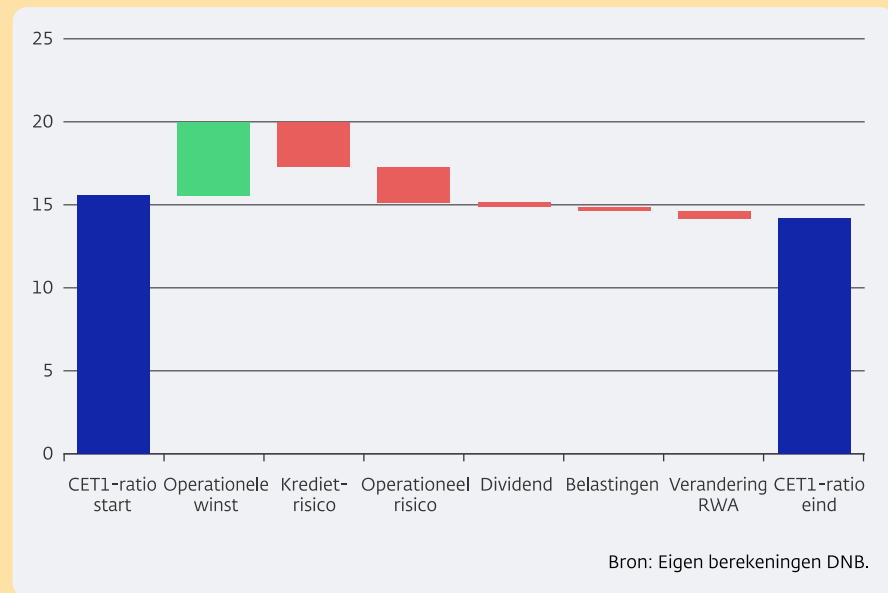
### Box 3 Banken weerbaar in minder gunstige macro-economische scenario's dankzij goed vertrekpunt

**De weerbaarheid van banken wordt voornamelijk getest in een scenario met een hogere rente.** In dit scenario stijgt de korte rente van 3,4% in 2023 naar bijna 5% in 2026. Hogere energie- en transportkosten door geopolitieke spanningen zorgen samen met toenemende krapte op de arbeidsmarkt voor een stijging van de inflatie naar 4,0% in 2024 en 4,7% in 2025. Om deze inflatie te bestrijden, verhoogt de centrale bank de rente snel. Als gevolg van de rentestijging raakt de economie in 2024 en 2025 in een lichte recessie (-1% bbp per jaar), maar treedt in 2026 licht herstel op (+0,5% bbp). In de eerste twee jaar dalen huizenprijzen met 5% per jaar, waardoor kredietverliezen

toenemen. Verder lijden banken in dit stressscenario een relatief groot operationeel verlies, aangezien toegenomen geopolitieke spanningen ook leiden tot hogere kosten voor cyberaanvallen en sanctiehandhaving. In dit hogere rente scenario daalt de gemiddelde kernkapitaalratio van de vier Nederlandse grootbanken in drie jaar met 1,4 procentpunt ten opzichte van het startpunt (zie figuur 17). Dankzij het sterke startpunt met hoge winsten en netto rentebaten, blijven banken in dit scenario voldoende weerbaar met een kernkapitaalratio boven de prudentiële vereisten.

**Figuur 17 Solvabiliteitspositie banken daalt licht in een scenario met een hogere rente**

Procenten risicogewogen activa



<sup>6</sup> De scenario's zijn opgesteld met behulp van internationaal macro-economisch model (NiGEM) en DNB's macro-economische model voor de Nederlandse economie (DELFI), en zijn gebaseerd op de (impliciete) marktverwachtingen voor de korte rente (driemaands) en lange rente (tienjaars).

**Ook in een scenario met lagere rentes zijn banken weerbaar, mede door relatief lagere kredietverliezen.** In het lagere rente scenario is het macro-economisch beeld consistent met een daling van de korte rente naar 0,2% in 2026. In dit scenario vertraagt de groei aanzienlijk in 2024 (-2,4% bbp). Hierdoor daalt de inflatie en verlaagt de centrale bank haar beleidsrente. De economie herstelt licht in 2025 en 2026. Ook vastgoedprijzen dalen initieel, maar herstellen vanaf 2025. In dit lagere rente scenario daalt de gemiddelde kernkapitaalratio van de vier grootbanken met slechts 0,5 procentpunt ten opzichte van het startpunt. Hoewel de economie vertraagt in dit scenario, stellen lagere rentes huishoudens en bedrijven beter in staat om aan hun renteverplichtingen te voldoen. Hierdoor zijn de kredietverliezen en de toename van de risicogewichten beperkt.

## Niet-bancaire financiële instellingen hebben goed startpunt, maar zijn kwetsbaar voor correcties door risicovolle beleggingen

**Ook Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars staan er prudentieel goed voor.** De hogere rente heeft de dekkingsgraad van pensioenfondsen de afgelopen twee jaar sterk verbeterd. Zo bedraagt de dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen eind 2023 gemiddeld 115%. Ook bij zorgverzekeraars is de solvabiliteit eind 2023 verbeterd tot 151%, omdat premies meer in lijn zijn gebracht met de zorgkosten. Hoewel de solvabiliteitsratio's van levensverzekeraars en schadeverzekeraars licht zijn gedaald, bevinden deze zich eind 2023 nog ruim boven de vereisten. Specifiek hebben meerdere levensverzekeraars de afgelopen maanden een schikking inzake beleggingsverzekeringen getroffen. De schikkingen hebben een minder grote impact op de solvabiliteit van verzekeraars dan vooraf verwacht en verminderen de onzekerheid over toekomstige kostenposten.

## Om de beleggingsrendementen op peil te houden, zijn pensioenfondsen en verzekeraars meer in illiquide, risicovolle activa gaan investeren.

Deze zoektocht naar rendement is ontstaan in de lage renteomgeving. Voorbeelden van meer illiquide, risicovolle activa zijn beleggingen in commercieel vastgoed, maar ook beleggingen in private assets. Deze private assets bestaan onder meer uit investeringen in *private equity*, het verstrekken van *private credit* aan bedrijven en investeringen in infrastructuurprojecten. Voor institutionele beleggers zijn dergelijke beleggingen onder meer aantrekkelijk vanwege een hoger verwacht rendement en een vaak lage correlatie met andere activaklassen. Zo zijn bij Nederlandse pensioenfondsen de beleggingen in private assets gestegen van 7% in 2016 naar 12% in 2023. In dezelfde periode is bij Nederlandse verzekeraars de allocatie naar private assets gestegen van 5% naar 11%. Dit betekent dat Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen samen circa 235 miljard euro in private assets hebben belegd. Bij pensioenfondsen bestaat de allocatie naar private assets vooral uit *private equity*, terwijl verzekeraars meer in *private credit* beleggen. Daarbij valt op dat de beleggingen in illiquide activa geconcentreerd zijn bij een relatief kleine groep institutionele beleggers. Zo beleggen verzekeraars die eigendom van *private equity* partijen zijn wereldwijd fors meer in deze illiquide activa dan de gemiddelde verzekeraar (IMF, 2024).<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Het percentage zogeheten level 3 activa ligt gemiddeld 15 procentpunten hoger.

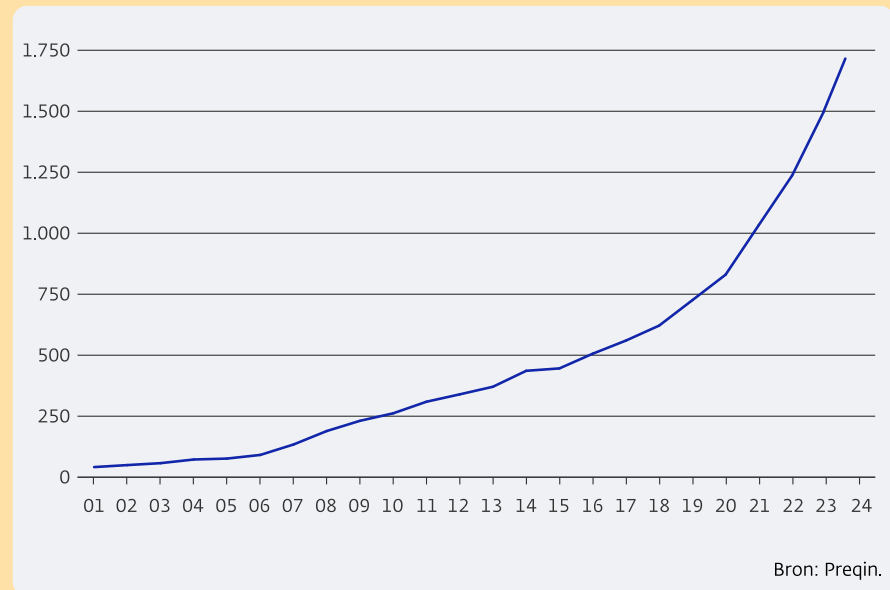
**Vooraf beleggingen in *private credit* hebben een snelle groei door-gemaakt.** *Private credit* bestaat uit leningen aan relatief risicovolle bedrijven die zijn verstrekt door niet-bancaire financiële instellingen, zie 'Box 4 Wereldwijde expansie van *private credit*'. Wereldwijd zijn vooral pensioenfondsen en verzekeraars grote investeerders in *private credit* (IMF, 2024). Naast directe leningen aan bedrijven kunnen pensioenfondsen en verzekeraars ook investeren in *private credit* door middel van discretionaire mandaten en participaties in beleggingsfondsen. Met naar schatting 7 miljard euro aan netto activawaarde is de omvang van Nederlandse *private credit* beleggingsfondsen zeer beperkt. Deze Nederlandse fondsen gebruiken geen overmatige hefboomfinanciering, maar elders in de keten – bijvoorbeeld in de onderliggende bedrijven waaraan het fonds geld uitleent – kan hier wel sprake van zijn. Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen beleggen vooral in *private credit* via directe mandaten en participaties in beleggingsfondsen waarvan de beheerder in het buitenland is gevestigd.

#### Box 4 Wereldwijde expansie van *private credit*

**Met een exponentiële groei heeft de *private credit* markt wereldwijd een omvang van bijna 1700 miljard USD bereikt.** De belangrijkste reden voor deze groei is dat het prudentieel raamwerk voor banken meer risicogebaseerd is en na de financiële crisis strenger is geworden. Voor risicovolle leningen en investeringen moeten banken relatief meer kapitaal aanhouden, waardoor het minder aantrekkelijk is. Samen met de lage rente omgeving heeft dit bijgedragen aan de opkomst van de *private credit* markt. Sinds 2016 is de omvang van de wereldwijde markt voor *private credit* ongeveer verdrievoudigd (zie figuur 18). Het grootste gedeelte van deze markt bevindt zich in de Verenigde Staten.

**Figuur 18** Mondiale marktomvang *private credit* snel gegroeid

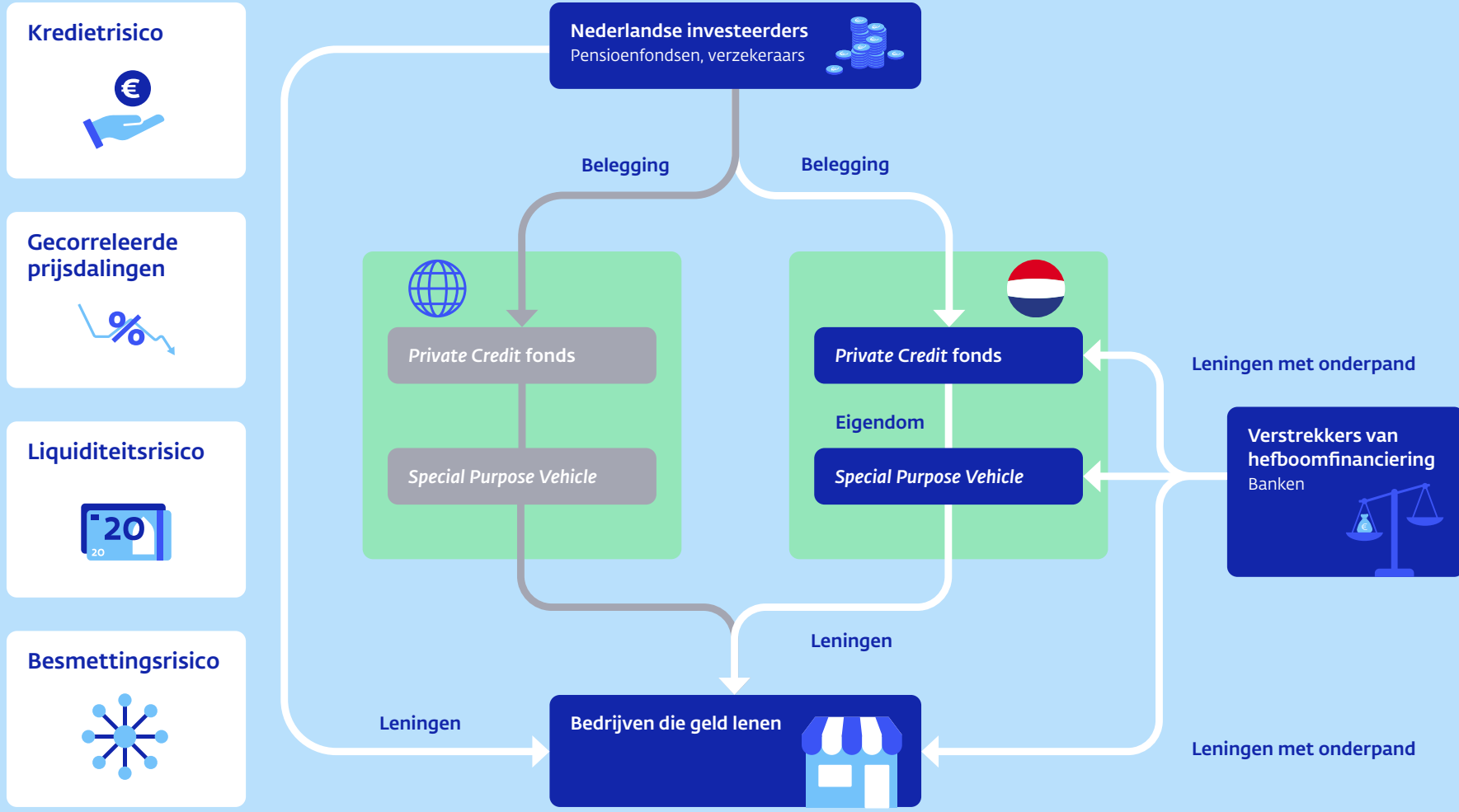
Miljarden Amerikaanse dollars



***Private credit* verbreedt het aanbod op kredietmarkten en vermindert de afhankelijkheid van banken.** Qua kenmerken is de *private credit* markt vergelijkbaar met de markt voor *leveraged loans*, waarin veelal banken actief zijn, en de markt voor *high-yield* obligaties. Een belangrijk verschil is dat bedrijven met *private credit* vaak geen externe kredietbeoordeling hebben, wat voor *high yield* obligaties in ieder geval een vereiste is. Een toename van niet-bancaire kredietverstrekkers kan kredietmarkten meer divers maken en voor meer concurrentie zorgen. Voor bedrijven is deze verbreding van het aanbod gunstig, omdat het hun afhankelijkheid van bankleningen verkleint. Ondanks de hoge groei vormt *private credit* nog steeds een klein deel van de totale bedrijfsfinanciering.



# Private Credit: een ondoorzichtige markt



**Beleggingen in *private credit* kennen risico's voor investeerders en het financiële stelsel.** Hoewel *private credit* een behoefte van bedrijven en investeerders vervult en het kredietaanbod verbreedt, zijn aan de verschuiving in kredietverlening ook risico's verbonden (zie kader op pagina 30). In algemene zin zijn de kredietrisico's op *private credit* hoger, door de vaak hoge hefboomfinanciering van bedrijven, de variabele rente en het gebruik van maatwerk bij terugbetaalschema's en onderpandvereisten. Verder zorgt het illiquide karakter van *private credit*, in combinatie met het ontbreken van een publieke of secundaire markt, voor liquiditeitsrisico's. Het risico van gecorrleerde prijsdalingen neemt bovendien toe, omdat investeerders afhankelijk zijn van derde partijen voor de waardering van de onderliggende bedrijven. Tot slot zorgt de combinatie van ondoorzichtige financieringsstructuren en hoge hefboomfinanciering in de gehele *private credit* keten voor een verhoogd besmettingsrisico.

**Door de groei van en verschuiving naar meer illiquide en risicovolle beleggingen neemt het belang van goed risicobeheer en analyse van potentiële verwevenheden toe.** Gelet op de beperkte omvang van Nederlandse *private credit* beleggingsfondsen lijken de financiële stabiliteitsrisico's van *private credit* in Nederland tot nu toe beheersbaar, maar de markt is ondoorzichtig door een gebrek aan data. Daarmee valt een toenemend aandeel van de kredietverlening niet onder de regulering die op banken of publieke financiële markten van toepassing is. Aangezien de risico's van *private credit* ondoorzichtig zijn, is het van belang dat financiële instellingen hun risicobeheer van deze relatief complexe beleggingscategorie op orde hebben en de blootstellingen nauwkeurig en frequent monitoren met oog voor potentiële verwevenheden met andere partijen. Zo heeft DNB in 2023 een themaonderzoek in de verzekeringssector uitgevoerd naar de beheersing van private assets in de beleggingsportefeuille (DNB, 2023). Gegeven de verschuiving naar meer illiquide beleggingen in combinatie met liquiditeitsrisico's vanuit derivatenportefeuilles is een goed liquiditeitsbeheer van belang. Recent hebben AFM en DNB deze liquiditeitsrisico's vanuit de derivatenportefeuilles reeds onderzocht bij pensioenfondsen (DNB-AFM, 2024). DNB zal ook de liquiditeitsrisico's bij Nederlandse verzekeraars nader onderzoeken.

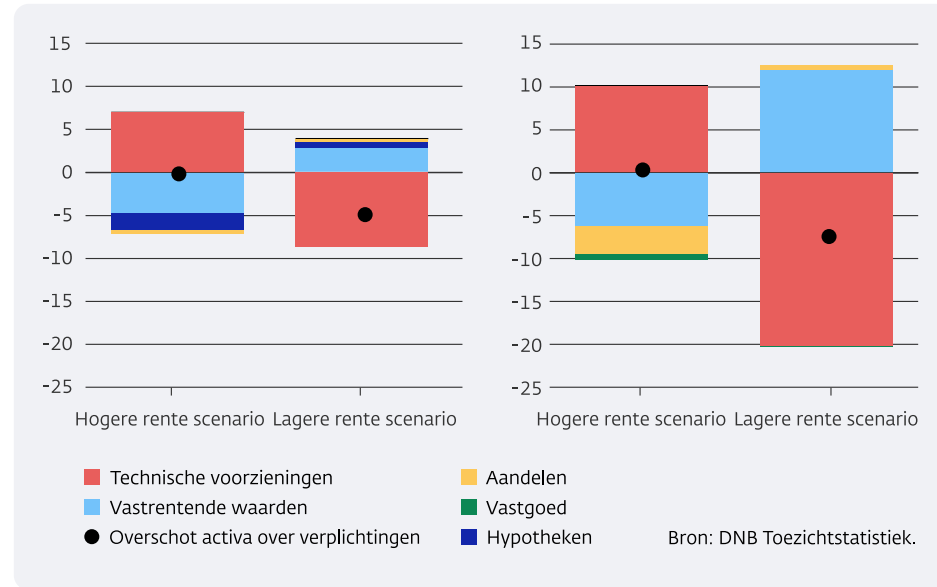
## Solvabiliteit niet-bancaire financiële instellingen kwetsbaar bij terugkeer naar lagere rente omgeving

**De onzekerheid over het macro-economische beeld kan ook verzekeraars en pensioenfondsen raken.** Typerend voor verzekeraars en pensioenfondsen is dat de rentestand een grote invloed heeft op de hoogte van de verplichtingen. Een rentedaling bijvoorbeeld leidt tot hogere verplichtingen en vice versa. Tegelijkertijd worden activa op marktwaarde gewaardeerd, waardoor een rentedaling direct doorwerkt op de balans. De meeste pensioenfondsen en verzekeraars hebben dit renterisico gedeeltelijk afgedekt, waardoor de financiële positie minder gevoelig is voor rentebewegingen. In de volgende paragrafen ligt de focus op de impact van een rentedaling.

**Nederlandse verzekeraars zijn vooral gevoelig voor een scenario met lagere rentes.** Door middel van een partiële analyse is de directe impact van markt- en renteschokken op de solvabiliteitsposities van verzekeraars en pensioenfondsen in kaart gebracht. Deze schokken sluiten aan bij de hierboven toegelichte rentepadnen in de macro-economische scenario's voor banken, zie 'Box 3 Banken weerbaar in minder gunstige macro-economische scenario's dankzij goed vertrekpunt'. In geval van een rentedaling is verondersteld dat de 30-jaars rente direct van 2,8% naar 1,9% daalt. Bij Nederlandse verzekeraars compenseert de waardeinstijging van vastrentende waarden de toename in verplichtingen in een dergelijk scenario slechts gedeeltelijk. Per saldo daalt het overschot van de activa over de verplichtingen met 21 miljard euro in het lagere rente scenario, wat 5% van de balans betreft (zie figuur 19, links). Daarentegen heeft het hogere rente scenario beperkt effect op de solvabiliteitspositie van verzekeraars, omdat de lagere activawaarde volledig gecompenseerd wordt door een daling van de verplichtingen.

**Figuur 19 Lagere rente scenario ongunstig voor verzekeraars (links) en pensioenfondsen (rechts)**

Verandering in procenten totale activa



**Bij pensioenfondsen is eenzelfde dynamiek zichtbaar, maar is de impact van een rentedaling op de dekkinggraad groter.** In hetzelfde lagere rente scenario nemen de verplichtingen van pensioenfondsen meer toe dan de activa, omdat pensioenfondsen minder renterisico afdekken dan verzekeraars. Als gevolg hiervan verslechtert het overschot van de activa ten opzichte van de verplichtingen met 115 miljard euro in dit scenario. Dit staat gelijk aan 8% van de Nederlandse pensioenbalans (zie figuur 19, rechts). Hierdoor daalt de gemiddelde dekkinggraad van Nederlandse pensioenfondsen van 115% naar 105%, nipt boven de minimale wettelijke vereisten. Gezien deze kwetsbaarheid is het in aanloop naar het nieuwe pensioenstelsel belangrijk dat pensioenfondsen rekening houden met veranderende financiële en economische omstandigheden tussen het invaarbesluit en het daadwerkelijke moment van invaren. Zo moeten pensioenfondsen in hun invaarbesluit verschillende rentestanden en dekkinggraden meenemen om een robuust besluit over

een evenwichtige transitie te borgen. Dit voorkomt dat sociale partners en pensioenfondsen vlak voor het transitiemoment de besluitvorming moeten herzien.

**Daarnaast nemen – vooral bij hogere rentes – de liquiditeitsrisico's voor pensioenfondsen en verzekeraars toe als gevolg van de grote derivatenportefeuilles.** Bij de rentestijging in het hogere rente scenario dalen derivatenportefeuilles fors in waarde, met significante margeverplichtingen als gevolg. Pensioenfondsen beschikken over voldoende liquide instrumenten om – zonder een massale verkoop van activa – aan deze margeverplichtingen te voldoen (DNB-AFM, 2024). Tot de liquide instrumenten rekenen pensioenfondsen echter ook beleggingen in geldmarktfondsen, wat in tijden van stress tot aanzienlijke onttrekkingen kan leiden. Zo kregen geldmarktfondsen in maart 2020 – mede door pensioenfondsen – te maken met grote verkoopdruk (AFM, 2021). Naast margeverplichtingen op directe derivaten kunnen liquiditeitsrisico's ook ontstaan door investeringen in *Liability Driven Investment (LDI)*, die vooral kleinere Nederlandse pensioenfondsen gebruiken om hun renterisico af te dekken. Voor de euro LDI fondsen met een Nederlandse beheerder is het liquiditeitsrisico beperkt, omdat de liquiditeitsbuffers voldoende zijn om hogere margeverplichtingen op te vangen. Zo kunnen deze fondsen op totaalniveau een rentestijging van ten minste 170 basispunten opvangen, wat meer is dan Nederlandse pensioenfondsen. Nederlandse pensioenfondsen kunnen op totaalniveau namelijk een rentestijging van ongeveer 140 basispunten opvangen met hun liquiditeitsbuffer.

### Overkoepelend beleid: wensen voor de macro-prudentiële herziening

**Vanwege de toegenomen onzekerheid is een passende macroprudentiële gereedschapskist van belang, waarbij DNB voor banken het nut van releasable kapitaalbuffers en bevordering van een gelijk Europees speelveld onderschrijft.** Risico's zoals geo-economische fragmentatie kunnen onzekerheden aanwakkeren en het macro-economische beeld verslechteren. Dit onderstreept voor banken het belang van vroegtijdige

activatie van kapitaalbuffers die vrijgegeven kunnen worden in tijden van crisis (*releasable* buffers), zoals een contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) in een neutrale risico-omgeving (DNB, 2022). Bovendien is de toegevoegde waarde van additioneel *releasable* kapitaal mogelijk groter in jurisdicties waarin banken relatief lage kapitaalbuffers hebben. Bij de komst van het macroprudentiële instrumentarium hebben autoriteiten vooral structurele buffers ingevoerd, waardoor banken in de Bankenunie in 2019 gemiddeld slechts een contracyclische kapitaalbuffer van 0,2% hadden (ECB, 2023). Nadat de Covid-19 pandemie de voordelen van *releasable* buffers had aangetoond, activeren macroprudentiële autoriteiten deze buffers vaker en op hogere niveaus. Zo heeft DNB recent bevestigd vast te houden aan een CCyB van 2% gegeven het macro-economische en cyclische risicobeeld (DNB, 2024). Ook hebben onder meer Ierland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk de contracyclische kapitaalbuffer vroeg in de financiële cyclus geactiveerd. De lopende macroprudentiële herziening biedt de mogelijkheid om lessen uit de pandemie explicieter mee te nemen (Europese Commissie, 2024). Daarnaast ziet DNB ruimte voor verdere harmonisatie in het gebruik van de verschillende instrumenten en het bijbehorende reciprociteitsraamwerk om de Europese toepassing van macroprudentiële vereisten consistentere te maken.

**Voor niet-bancaire financiële instellingen, hoofdzakelijk beleggingsinstellingen, acht DNB stapsgewijze verbeteringen van de macroprudentiële gereedschapskist nodig.** De macroprudentiële instrumenten voor niet-bancaire financiële instellingen zijn momenteel nog beperkt, terwijl de rol van deze instellingen in het financiële systeem is gegroeid. Voor het financiële stelsel hebben de belangrijkste kwetsbaarheden bij deze instellingen betrekking op liquiditeit, hefboomfinanciering en verwevenheid. In mei 2024 is de Europese Commissie een consultatie gestart om input voor verbeteringen op te halen (Europese Commissie, 2024). Een eerste verbetering is wat DNB betreft om mogelijke systeemrisico's mee te nemen bij het bepalen van (bestaande) microprudentiële vereisten voor individuele of bepaalde typen (beleggings)instellingen. Ook pleit DNB voor het introduceren van een reciprociteitsraamwerk voor niet-bancaire financiële instellingen, zodat macroprudentiële autoriteiten de

maatregelen van hun Europese evenknieën eenvoudiger kunnen overnemen. Dit raamwerk bestaat al voor banken en bevordert het gelijke speelveld tussen lidstaten. Verder wil DNB de weerbaarheid van geldmarktfondsen versterken door de liquiditeitseisen te verhogen. Dit kan de toegang tot liquiditeit voor beleggers, waaronder Nederlandse pensioenfondsen, in tijden van stress borgen. Tot slot zijn mogelijk nieuwe macroprudentiële instrumenten voor niet-bancaire financiële instellingen nodig. Hierin ondersteunt DNB het werk van de European Systemic Risk Board (ESRB) en het werk van de Financial Stability Board (FSB) op het gebied van margeverplichtingen, hefboomfinanciering en data om kwetsbaarheden beter inzichtelijk te maken en instrumenten te kalibreren.

**Hoofdauteurs:** Annick van Ool en Malou Dirks

**Data ondersteuning:** Jack Bekooij

**Medeauteurs van de specifieke hoofdstukken**

*Risicobeeld:*

Francesco Caloia, Marc Reinke, Koen Verbruggen, Joost de Vries,  
Gibran Watfe, Lu Zhang

*Risico's van geo-economische fragmentatie:*

Ralph Verhoeks, Nander de Vette

*Weerbaarheid financiële instellingen:*

Sebastiaan Bye, Ties Busschers, Francesco Caloia, Lennart Dekker,  
Remco van der Molen, Alessandro Pollastri, Ralph Verhoeks, Nander de Vette

De Nederlandsche Bank N.V.  
Postbus 98, 1000 AB Amsterdam  
020 524 91 11  
dnb.nl

**Volg ons op:**

 LinkedIn

 Twitter

 Instagram

**DeNederlandscheBank**

EUROSYSTEEM