

Overzicht Financiële Stabiliteit

Voorjaar 2021

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM





Inhoud



←

Samenvatting

Na ruim een jaar lijkt het einde van de coronacrisis in zicht te komen. De financiële sector is goed in staat gebleken om de economische impact van de coronapandemie op te vangen. De budgettaire, monetaire en prudentiële crisismaatregelen en de aanwezigheid van buffers hebben een belangrijke rol gespeeld in het dempen van de economische schade. Als het virus onder controle komt en het herstel van de economie doorzet, is het van belang dat de uitzonderlijke crisismaatregelen worden afgebouwd. Zij hebben namelijk neveneffecten, zoals een verdere toename van de schuldenberg en een opwaartse druk op activaprijzen. Bovendien is het belangrijk dat er een normale economische dynamiek terugkeert in de bedrijfssector, waar het aantal faillissementen historisch laag is. Om kliffeffecten te voorkomen, is het belangrijk om de crisismaatregelen geleidelijk af te bouwen en zijn meer gerichte, flankerende transitie maatregelen wenselijk. Niettemin zal het aantal bedrijfsbeëindigingen en faillissementen in de zwaarst getroffen sectoren toenemen. Hoewel het moeilijk is om hier een goede inschatting van te maken en er nog veel onzekerheid is over de kredietwaardigheid van bedrijven, lijken banken goed in staat om toenemende verliezen op te vangen. Als het economische herstel doorzet, zal DNB de tijdelijke prudentiële verlichtingen dan ook terugdraaien.

Risicobeeld

Nu de vaccinatiecampagnes op stoom raken, lijkt het coronavirus in veel landen geleidelijk onder controle te komen. Daarmee komt ook het einde van de economische crisis in zicht. Ondanks een historisch grote krimp vorig jaar, zijn de vooruitzichten voor de Nederlandse economie positief, en ook de mondiale economie lijkt sneller te herstellen dan eerder verondersteld. Zolang het vaccineren wereldwijd doorgaat en virusmutaties niet resistent blijven tegen

de vaccins, kunnen contactbeperkende maatregelen worden afgebouwd en komt het economisch herstel in Nederland naar verwachting in de tweede helft van dit jaar versneld op gang.

Door een goede uitgangspositie en door de omvangrijke crisismaatregelen is het mondiale financiële stelsel tot nu toe weerbaar gebleken voor de gevolgen van de pandemie. Met een groot pakket aan maatregelen hebben overheden, centrale banken en toezichthouders de economische gevolgen van de

pandemie en doorwerking daarvan naar de financiële sector verzacht. Ook de aanwezigheid van buffers, zowel bij banken als overheden, heeft de mondiale schok kunnen dempen. Financiële instellingen blijven tot dusverre hun rol vervullen en de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens is op peil gebleven.

Ondanks de positieve vooruitzichten, blijven de verwachtingen voor het economische herstel onzeker.

Het verdere verloop van de pandemie is daarbij bepalend. In grote delen van de wereld komen de vaccinatieprogramma's maar langzaam op gang of is de toegang tot vaccins beperkt. Virusmutaties die bestand zijn tegen de huidige vaccins kunnen zorgen voor een opleving van de pandemie. De mondiale economie kan pas duurzaam herstellen als het virus wereldwijd onder controle is. Zolang het virus rondgaat, de zorg wordt belast en maatregelen tegen het virus noodzakelijk zijn, kan de financiële impact op huishoudens en bedrijven verder toenemen, en daarmee ook de druk op financiële instellingen.

Mede als gevolg van onbedoelde neveneffecten van de omvangrijke crisismaatregelen, nemen kwetsbaarheden binnen het financiële stelsel toe. Om het economisch herstel te stimuleren is het belangrijk dat financieringscondities ruim blijven, maar deze werken tegelijkertijd de verdere opbouw van kwetsbaarheden



in de hand. De schulden in zowel de publieke als private sector zijn fors gestegen. Wereldwijd gaven overheden 16 biljoen dollar uit aan coronasteun, waardoor de overheidsschulden fors zijn opgelopen. Daarnaast verhogen de ruime financiële condities de risico-bereidheid van huishoudens en investeerders, en kunnen activaprijzen op financiële markten uit de pas lopen met hun fundamentele waarde. Ook de toename in de onderlinge verwevenheid tussen banken, bedrijven en overheden is zorgelijk. Tegenover het stimuleren van het herstel en het beschermen van de stabiliteit op de korte termijn staat dus de versnelde opbouw van kwetsbaarheden voor het systeem op de langere termijn.

Daarnaast kan een heterogeen herstel uit de coronacrisis leiden tot nieuwe risico's. Meerdere factoren zorgen voor verschillen tussen landen in de mate van impact van de crisis en het economisch herstel, zoals de samenstelling van de economie en de uitgangspositie voorafgaand aan de crisis. Ook de beschikbaarheid van vaccins is een belangrijke factor. De beleidsnormalisatie die gepaard kan gaan met een relatief snel herstel in bijvoorbeeld de Verenigde Staten en andere ontwikkelde landen kan resulteren in een verkrapping van financiële condities voor opkomende landen. Veel van deze opkomende landen houden naar verwachting juist een grote financieringsbehoefte zolang ze het virus nog niet onder controle hebben. Ook in de eurozone kan een onevenwichtig herstel

leiden tot meer scheefgroei. Lidstaten met een hoge overheidsschuld beginnen met een achterstand aan hun herstel en hebben minder speelruimte om de economie te stimuleren.

Ook op vastgoedmarkten zijn er financiële stabiliteitsrisico's. Een stresstest in dit OFS laat zien dat een schoksgewijze aanpassing op de commercieel vastgoedmarkt, vooral in de context van een bredere macro-economische schok, ook een doorwerking heeft op de Nederlandse financiële sector. Behalve bij het commercieel vastgoed zijn er verder ook stabiliteitsrisico's op de oververhitte Nederlandse woningmarkt, waarbij (jongere) huizenkopers steeds meer risico's nemen om een huis te kunnen kopen.

Beleid

Naarmate het virus onder controle komt, is het van belang de crisismaatregelen af te bouwen.

De maatregelen zijn kostbaar en verstoren een normale economische marktdynamiek. Bij het afbouwen van de crisismaatregelen moeten bedrijven wel weten wat ze wanneer kunnen verwachten.

In de herstelfase ligt er een rol voor de overheid om levensvatbare bedrijven met overmatige schuldp posities te helpen. Maatregelen om de schuldenlast te verlichten of bedrijven meer tijd te geven om er met hun crediteuren uit te komen, kunnen bedrijven met

een gezond bedrijfsmodel helpen. De Belastingdienst is via de uitgestelde belastingverplichtingen een aanzienlijke crediteur van het bedrijfsleven geworden. Door een coulant invorderingsbeleid op deze belastingschulden te hanteren kunnen de financiële lasten van bedrijven worden verlicht, waardoor ze in de herstelfase meer ruimte hebben om op te starten en investeren. Als dat voor levensvatbare bedrijven onvoldoende blijkt, is het wenselijk om tot publiek-private oplossingen voor de overmatige schulden te komen.

Bezuinigingen en belastingverhogingen zijn op de korte termijn niet wenselijk, omdat ze het herstel zouden kunnen schaden. De overheid moet nu vooral inzetten op de verduurzaming van de economie en op het aanpakken van kwetsbaarheden op de woningmarkt en de arbeidsmarkt. De kabinetsformatie biedt een uitgelezen mogelijkheid om hier afspraken over te maken. Daarbij is het van groot belang om de klimaatagenda en de energietransitie te integreren in de maatregelen gericht op economisch herstel. Daarmee kunnen schokken voor het financiële stelsel voorkomen worden, als bij uitstel nu op een later moment nog forsere maatregelen nodig zullen blijken.



Daarnaast is het van belang dat de oververhitte woningmarkt tot rust komt. De hypotheekrente-aftrek, ruime leennormen en subsidies voor starters leiden uiteindelijk allemaal tot hogere huizenprijzen en moeten mede daarom worden afgebouwd. Samen met het vergroten van het woningaanbod kan dat de woningmarkt weer in balans brengen, kansen bieden aan starters en het stijgen van de totale hypotheekschuld een halt toeroepen. Daarbij houden banken in hun risicoweging voor hypothecaire leningen nog steeds te weinig rekening met het systeemrisico van een correctie in de woningmarkt, terwijl oververhitting en risicovol leengedrag bij huizenkopers toeneemt. DNB heeft daarom besloten om de invoering van een ondergrens voor de risicoweging van hypotheekleningen niet langer uit te stellen. Deze maatregel was in het najaar van 2019 reeds aangekondigd, maar werd uitgesteld door de coronapandemie. Mits het economisch herstel doorzet zoals nu wordt voorzien, zal de maatregel per 1 januari 2022 worden ingevoerd.

DNB zal op een later moment ook overgaan tot een geleidelijke opbouw van de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB). Om te bepalen wanneer dit kan, kijkt DNB naar het economische herstel, de gezondheid van banken en de interactie met overheidsmaatregelen en maatregelen van toezichthouders in andere landen.

Tenslotte leidt ook het langdurig ruime monetaire beleid tot risico's. Het is daarom noodzakelijk dat de crisismaatregelen afgebouwd worden zodra de economische situatie normaliseert en inflatie richting de doelstelling beweegt. Op de langere termijn is het immers onwenselijk als overheden en banken te sterk afhankelijk raken van de centrale bank voor de financiering van hun schulden. Als het uitzonderlijk ruime monetaire beleid te lang wordt aangehouden, nemen de risico's voor de financiële stabiliteit toe en wordt het moeilijker om het beleid in de toekomst te normaliseren. Wanneer de acute fase van de crisis achter de rug is, is een (geleidelijke, maar tijdige) exitstrategie voor de crisismaatregelen daarom van belang.



1 Macro-financiële omgeving

1.1 Internationale ontwikkelingen

Door de grootschalige uitrol van vaccinaties is er zicht op stevig economisch herstel. Met het beschikbaar komen van verschillende vaccins tegen het COVID-19-virus, zijn de vooruitzichten in het afgelopen half jaar fors verbeterd. Veel landen zijn momenteel nog in een (gedeeltelijke) *lockdown* om het aantal besmettingen te beperken, maar met het wereldwijd vaccineren komt het einde van de pandemie in zicht. Met het stijgen van de vaccinatiegraad kunnen contactbeperkende maatregelen naar verwachting geleidelijk opgeheven worden en kan het openbare leven stapsgewijs worden hervat.

De mondiale economie lijkt sneller te herstellen dan eerder verondersteld. Zo is de wereldwijde handel in goederen, die aan het begin van de coronapandemie hard werd geraakt, de klap inmiddels te boven. De wereldhandel herstelt momenteel veel sneller dan na de financiële crisis en levert een belangrijke bijdrage aan het mondiale herstel. Wanneer contact- en reisbeperkende maatregelen kunnen worden opgeheven, zal naar verwachting ook de dienstensector een

krachtig herstel doormaken. Ook kunnen de wereldwijd toegenomen besparingen de particuliere bestedingen verhogen wanneer economieën stapsgewijs open gaan.

Door een goede uitgangspositie en door de omvangrijke crisismaatregelen is het mondiale financiële stelsel tot nu toe weerbaar gebleken voor de gevolgen van de pandemie. Met een groot pakket aan maatregelen hebben overheden, centrale banken en toezichthouders de economische gevolgen van de pandemie en doorwerking daarvan naar de financiële sector verzacht.¹ Zo berekende het IMF de omvang van alle budgettaire maatregelen wereldwijd onlangs op 16 biljoen dollar. Ook de aanwezigheid van buffers, zowel bij banken als overheden, heeft de mondiale schok kunnen dempen. Financiële instellingen blijven tot dusverre hun rol vervullen en de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens is op peil gebleven.

Een langere duur van de pandemie kan het herstel echter vertragen. Ondanks de positieve signalen, is er nog steeds onzekerheid. Ook negatieve scenario's voor het verdere verloop van de pandemie zijn denkbaar. In

grote delen van de wereld komen de vaccinatieprogramma's maar langzaam op gang of is de toegang tot vaccins beperkt. Daarnaast kunnen virusmutaties, die bestand zijn tegen de huidige vaccins, zorgen voor een opleving van de pandemie. De mondiale economie kan pas duurzaam herstellen wanneer het virus wereldwijd onder controle is. Zolang het virus rondgaat, de zorg wordt belast en maatregelen tegen het virus noodzakelijk zijn, kan de financiële impact op huishoudens en bedrijven verder toenemen, en daarmee ook de druk op financiële instellingen.

Daarnaast nemen kwetsbaarheden binnen het financiële stelsel toe, mede als gevolg van onbedoelde neveneffecten van de omvangrijke crisismaatregelen. Voor het beperken van de economische schade en het stimuleren van het herstel is het belangrijk dat financieringscondities ruim blijven. Maar deze werken tegelijkertijd de verdere opbouw van kwetsbaarheden in de hand. De schulden in zowel de publieke als private sector zijn fors gestegen. Daarnaast verhogen de ruime financiële condities de risicobereidheid van huishoudens en investeerders, en kunnen activaprijzen op financiële markten uit de pas

¹ Zie voor een overzicht van alle maatregelen per land: IMF (2021).

lopen met hun fundamentele waarde (zie Financiële markten). Tegenover het stimuleren van het herstel en het beschermen van de stabiliteit op de korte termijn staat dus de versnelde opbouw van kwetsbaarheden voor het systeem op de langere termijn.

Publieke en private schuldposities waren voor de crisis al hoog, maar zijn wereldwijd verder toegenomen. Door fiscale en budgettaire steunmaatregelen zijn de overheidsschulden wereldwijd fors opgelopen, van 84 procent van het bbp in 2019 tot naar verwachting 99 procent dit jaar (IMF, 2021). Ook in de eurozone zijn de publieke schulden verder gestegen (figuur 1). In 2020 nam de schuldquote van overheden in de eurozone, na enkele jaren van daling, toe met 14 procentpunt. De steunmaatregelen hebben de schok voor de bedrijvensector gedempt, maar ook daar zijn de schulden flink toegenomen (figuur 1). De oplopende schulden kunnen leiden tot houdbaarheidsproblemen, vooral wanneer de rente stijgt.

Ook de toename in de onderlinge verwevenheid tussen overheden, bedrijven en banken in Europa is zorgelijk. In veel landen hebben overheden hun garantieregelingen verruimd om de kredietverlening van banken aan bedrijven te stimuleren. Onder deze regelingen neemt de overheid (een deel van) het kredietrisico van de leningen over. In Nederland is het gebruik van de garantieregelingen beperkt, met

6,5 procent van de totale bancaire financiering die sinds het begin van de coronacrisis is verstrekt (NVB Corona-monitor). Vooral in Spanje, Italië en Frankrijk is echter veel gebruik gemaakt van dergelijke regelingen, waardoor de overheden in deze landen in toenemende mate zijn blootgesteld aan het kredietrisico van de bedrijvensector (figuur 2). Daarnaast hebben Europese banken een deel van de oplopende overheidsschulden gefinancierd, waardoor overheden en banken in Europa eveneens verder verweven raken. Binnen de eurozone hebben banken vooral in Italië, Slovenië, Slowakije, Portugal, Cyprus en Spanje relatief hoge blootstellingen op hun eigen overheid. Waar in de eurocrisis vooral de verwevenheid tussen overheden en banken problematisch was, is door de beleidsreactie op de coronacrisis tevens de onderlinge verwevenheid tussen bedrijven en overheden toegenomen. Dit vormt een breder besmettingskanaal binnen de zogenoemde *sovereign-bank-corporate nexus*. De toegenomen onderlinge verwevenheid zorgt ervoor dat bedrijven, banken en de overheid in een land elkaar wederzijds in problemen kunnen brengen. Ook kan het leiden tot fragmentatie binnen het eurogebied en een uiteenlopende monetaire transmissie.

Een heterogeen herstel uit de coronacrisis kan leiden tot nieuwe risico's. Meerdere factoren zorgen voor verschillen tussen landen in de mate van impact van de crisis en het economisch herstel. De uitgangspositie

voorafgaand aan de crisis speelt daarin een belangrijke rol, bijvoorbeeld de ruimte in de overheidsfinanciën om ondersteunend budgettair beleid te voeren. Ook verschilt de toegang tot vaccinaties en de snelheid van vaccineren. Verder is de sectorale samenstelling van economieën een belangrijke factor, omdat de *lockdowns* vooral sectoren als horeca, toerisme, transport, cultuur en zakelijke dienstverlening hebben geraakt. Een divergent herstel kan leiden tot nieuwe risico's. De beleidsnormalisatie die gepaard kan gaan met een relatief snel herstel in bijvoorbeeld de Verenigde Staten en andere ontwikkelde landen kan resulteren in een verkrapping van financiële condities voor opkomende landen. Veel van deze opkomende landen houden naar verwachting juist een grote financieringsbehoefte zolang ze het virus nog niet onder controle hebben. Stijgende rentes kunnen de herfinancieringsrisico's in deze landen verhogen.

Ook in de eurozone is een ongelijk herstel waarschijnlijk, met een vergroting van de structurele divergentie als gevolg. Lidstaten met weinig ruimte in hun overheidsfinanciën zijn relatief hard geraakt door de pandemie, met een forse economische krimp in 2020 tot gevolg. Landen als Griekenland, Italië, Spanje en Portugal hadden voor de crisis al te maken met hoge overheidsschulden, waardoor zij minder budgettaire ruimte hebben om de economische gevolgen van de crisis te verzachten. Maatregelen die noodzakelijk

waren om het virus te bedwingen, in combinatie met het economische belang van kwetsbare sectoren als toerisme, zorgen voor een relatief grote economische krimp. Ook de mate van digitalisering speelt een rol. Volgens de aprilramingen van het IMF worden de verschillen binnen de eurozone in economische impact in 2020 niet voor het einde van 2022 goedge maakt (IMF, 2021). Daar staat tegenover dat de nationale en Europese steunprogramma's een belangrijke bijdrage leveren aan een meer evenwichtig economisch herstel in Europa. Een tijdige en ambitieuze implementatie van het Next Generation EU (NGEU) pakket kan een effectieve rol vervullen in het voorkomen van verdere divergentie en een meer gebalanceerd economisch herstel bevorderen.

Het effect van de coronacrisis op vastgoedmarkten verschilt sterk per segment. Residentieel vastgoed is in veel landen nauwelijks geraakt. De gemiddelde huizenprijsstijging in het eurogebied lag in 2020 zelfs op het hoogste niveau sinds 2007. De belangrijkste redenen hiervoor zijn de omvangrijke steunmaatregelen van overheden en de aanhoudend lage rente (zie ook Woningmarkt). Commercieel vastgoedmarkten werden wel geraakt door de uitbraak van de pandemie, maar hebben zich sinds voorjaar 2020 wel weer gedeeltelijk hersteld. Winkels, kantoren en hotels zijn het hardst geraakt, terwijl veel beursgenoteerd vastgoed de afgelopen maanden sterk herstelde.

Langjarige trends als thuiswerken en online winkelen zorgden voorafgaand aan de coronacrisis reeds voor een neerwaartse druk op de waardering van commercieel vastgoed. Door de pandemie zijn deze trends versterkt en kan de waarde van commercieel vastgoed structureel geraakt worden (zie ook Box 2: 'Commercieel vastgoed: een geactualiseerde pandemie-stresstest voor de Nederlandse financiële sector').

De economische vooruitzichten in de VS zijn sterk verbeterd, met potentiële *spillovers* tot gevolg.

De verwachting is dat de Amerikaanse economie in 2021 en 2022 een relatief sterk herstel zal laten zien. De uitrol van het vaccinatieprogramma in de VS verloopt sneller dan bijvoorbeeld in de eurozone. Daarnaast speelt de begrotingsstimulus van de regering van president Biden een rol, met het in maart aangekondigde coronasteunpakket van 1900 miljard dollar en daarop volgende plannen voor onder andere publieke investeringen in infrastructuur. Daarbij voorziet het pakket in directe inkomenssteun aan Amerikaanse huishoudens, waar bijvoorbeeld in Europa vooral financiële steun aan bedrijven wordt gegeven. De historische omvang van de beoogde begrotingsstimulus leidt tot een opwaartse druk op inflatie en daarmee ook op de rente, met potentieel negatieve *spillovers* naar opkomende landen in de vorm van minder gunstige financieringscondities. Ook de eurozone zal mogelijk met dergelijke effecten te

maken kunnen krijgen. Tegelijkertijd heeft een hogere economische groei in de VS ook positieve effecten op de wereldeconomie en -handel. Nu de presidentsverkiezingen en de juridische nasleep ervan achter de rug zijn, is de beleidsonzekerheid in de VS bovendien afgenomen (zie figuur 3). Hierin speelt ook een rol dat de besluitvorming in de VS wordt bespoedigd door het feit dat de Democratische Partij van president Biden de meerderheid heeft in het gehele Congres.

Het Brexit-handelsakkoord tussen de EU en het VK heeft een einde gemaakt aan een belangrijke bron van onzekerheid in Europa. Met het handelsakkoord, dat 1 januari van dit jaar in werking is getreden, hebben de onderhandelingspartners een chaotische *no-deal* situatie voorkomen. Sterke marktvolatiliteit rond het feitelijke vertrek van het VK uit de EU is uitgebleven. Het akkoord zorgt ervoor dat de goederenhandel onder voorwaarden tarief- en quotavrij blijft. Niettemin ontstaan er nieuwe, niet-tarifaire handelsbelemmeringen, doordat het VK niet langer onderdeel is van de Europese interne markt en de douane-unie. Daarmee heeft Brexit naar verwachting een blijvend negatief effect op de onderlinge handel. Ook zal het een vertragende factor zijn in het post-corona economisch herstel. Het handelsakkoord bevat daarnaast weinig afspraken over financiële dienstverlening, waardoor de wederzijdse markttoegang beperkt is en eventuele verdere grensoverschrijdende markttoegang geregeld



moet worden via het zogeheten equivalentieraamwerk. Zo hebben de Europese Commissie en ESMA eerder centrale effectenbewaarinstituten (CSD's) tot 1 juli 2021 en systeemrelevante Britse centrale tegenpartijen (CCP's) tot 1 juli 2022 respectievelijk equivalent verklaard en erkend. Hierdoor is essentiële dienstverlening vanuit het VK voor EU-partijen op het gebied van effectenbewaring, clearing en afwikkeling in elk geval op tijdelijke basis gewaarborgd. Op de langere termijn zal verdere markttoegang vooral afhangen van de mate waarin het VK zal gaan afwijken van financiële wet- en regelgeving in de EU. In het handelsakkoord hebben de EU en het VK wel afgesproken om een 'structured regulatory cooperation' op te zetten voor financiële diensten.

1.2 Financiële markten

Financiële markten zijn optimistisch gestemd over het economisch herstel, wat zich uit in alsmaar stijgende prijzen van risicovolle activa. Vooral de uitrol van vaccinaties in ontwikkelde landen draagt bij aan het positieve sentiment van beleggers. Ook de uitzonderlijke omvang van budgettaire steunpakketten in de VS speelt een belangrijke rol. Als gevolg zijn ook de groei- en inflatieverwachtingen in de VS gestegen. Tegelijkertijd blijven Amerikaanse aandelenbeurzen recordstanden verbreken. Ook Europese aandelen-

markten profiteren van het positieve sentiment, met eveneens nieuwe recordniveaus voor de Nederlandse AEX. Tenslotte zijn ook de markten voor schulduitgifte opgebloeid, met grote volumes en risicovergoedingen die ook in de meer risicovolle segmenten vergelijkbaar zijn met pre-corona.

Recent maken aandelenmarkten een pas op de plaats door toenemende inflatieverwachtingen.

Beleggers lijken zich daarbij zorgen te maken over oververhitting van vooral de Amerikaanse economie en een vervroegde verkrapping van monetaire condities. De stijging in inflatiecijfers kan voor een deel worden toegeschreven aan tijdelijke factoren die samenhangen met de heropening van de economie. Niettemin zijn ook de inflatieverwachtingen voor de langere termijn gestegen, vooral in de VS, maar ook in de eurozone.

Monetair beleid vervult een ondersteunende rol in het tegengaan van de gevolgen van de coronacrisis door financieringscondities gunstig te houden.

Omdat de economische activiteit inmiddels enige tijd gebonden is aan restricties door contactbeperkende maatregelen, zijn de mogelijkheden om de economie met monetair beleid te stimuleren beperkt. Centrale banken spelen echter wel een belangrijke, ondersteunende rol in deze crisis. De maatregelen van

de ECB hebben eraan bijgedragen dat financiële markten zijn gestabiliseerd, gunstige financieringscondities in stand blijven en dat banken gemakkelijker kredieten aan bedrijven en huishoudens kunnen blijven verstrekken. Banken kunnen door middel van *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO's) onder gunstige condities (langlopende) financiering ophalen, wat heeft geholpen bij het op peil houden van de kredietverlening aan de reële economie. De impact van negatieve rentes op de winstgevendheid van banken is daarbij verzacht door het negatieve stallingstarief (depositorente) niet te laten gelden voor een deel van de reserves die banken bij de centrale bank aanhouden. Ook zijn de eisen die worden gesteld aan het onderpand dat banken inbrengen voor kredieten van de ECB tijdelijk versoepeld. Verder koopt het eurosysteem onder het *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) grote hoeveelheden obligaties van vooral overheden en bedrijven op. Per 14 mei had het eurosysteem onder dit programma 1053 miljard aan schuldtitels gekocht. Door al deze maatregelen is de omvang van de monetaire operaties fors gegroeid in het afgelopen jaar (figuur 4). Ook in de VS speelt het monetaire beleid een belangrijke ondersteunende rol, waardoor de balanspositie van de Federal Reserve eveneens aanzienlijk is toegenomen.



Risicovrije rentes zijn wereldwijd gestegen door toenemende inflatieverwachtingen, maar financiële condities blijven ruim. Vooral in de VS is de rente in 2021 opgelopen ([figuur 5](#)), als gevolg van de hogere groei- en inflatievooruitzichten. Ook de implementatie van een *average inflation targeting* raamwerk door de Federal Reserve speelt een rol, waarbij de Fed zich committeert aan het tolereren van een (tijdelijk) hogere inflatie boven de doelstelling van 2 procent. In de eerste maanden van 2021 vertoonden ook Europese rentes een stijgende lijn, maar deze stijging werd, mede door monetaire interventies, gestabiliseerd. Zo verhoogde de ECB in maart, binnen de bestaande enveloppe, de maandelijkse aankoopvolumes onder het *Pandemic Emergency Purchase Programm* (PEPP). Meer recent lopen risicovrije rente weer op. De stijging in nominale rentes is hoofdzakelijk gedreven door hogere inflatieverwachtingen, waardoor reële financiële condities nog altijd zeer ruim zijn. Zowel monetair beleid als budgettair beleid dragen bij aan het in stand houden van de ruime marktcondities.

Met het aanhouden van de ruime financiële condities zet ook de zoektocht naar rendement door. Voorafgaand aan de coronacrisis was er, aangewakkerd door de lage rente en het ruime monetaire beleid, al langere tijd sprake van een zoektocht naar rendement onder beleggers. De groeiende markt voor hefboomleningen, de alsmaar dalende risicopremies op risicovolle bedrijfsobligaties en hoge koers-winst-verhoudingen op aandelenmarkten illustreren de hoge risicobereidheid van beleggers. Na het herstel van de financiële condities sinds de marktcorrectie in het voorjaar van 2020 is ook de hoge risicobereidheid onder beleggers teruggekeerd (zie verder [Box 1 'Search for yield tijdens de coronapandemie'](#)). Ondanks de grote economische onzekerheid stegen de prijzen van risicovolle activa sinds het voorjaar van 2020 vrijwel onafgebroken.

Het herstel is nog broos en het risico op marktcorrecties is aanwezig. Hoewel het economisch herstel in sommige delen van de wereld al duidelijk is ingezet, zoals in de VS en China, is dit in andere landen nog niet het geval, waarbij vooral de vooruitzichten voor opkomende economieën onzeker zijn. Daarnaast is het verdere verloop van de pandemie nog onzeker. Beleggers lijken onverminderd te varen op de bereidheid en ruimte van centrale banken en overheden om op te treden als een verzekeraar voor neerwaartse scenario's. Die zouden zich bijvoorbeeld voor kunnen doen bij virusmutaties die bestand blijken tegen de huidige vaccins of wanneer het economisch herstel tegenvalt en langzamer verloopt dan door financiële markten wordt ingeprijsd. Abrupte en forse marktcorrecties vormen overigens niet direct een financieel stabiliteitsrisico. Dit is vooral het geval voor zover er sprake is van overmatige *leverage* in het financiële systeem.

Box 1 *Search for yield* tijdens de coronapandemie

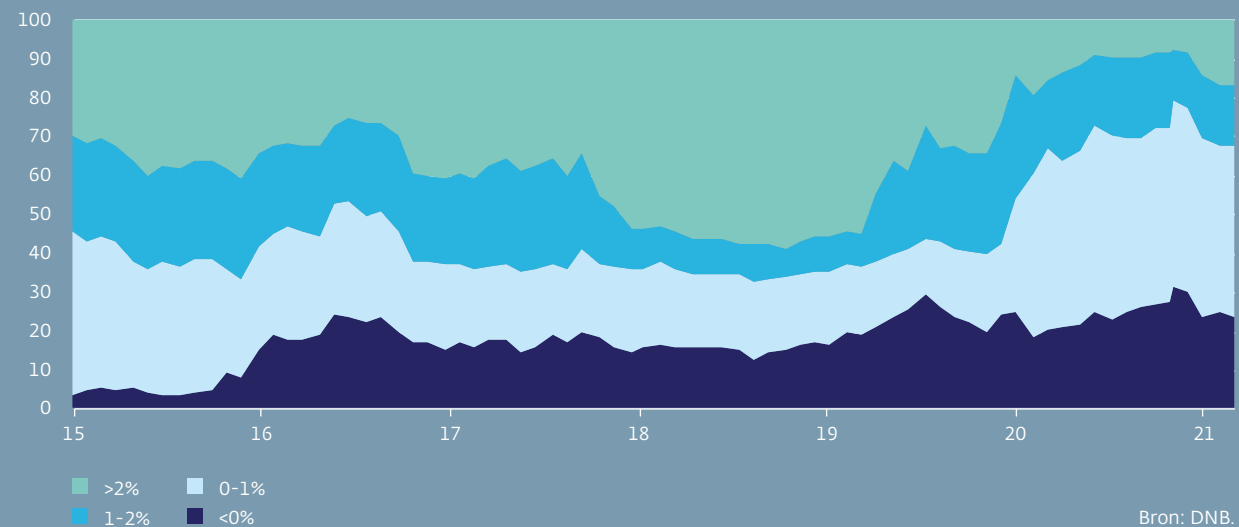
Meilina Hoogland en Gibran Watfe

Sinds de coronapandemie is de *search for yield* onder beleggers toegenomen. De afgelopen jaren is sprake van een trendmatige daling van (risicovrije) rentes die het voor beleggers steeds uitdagender maakt om rendement te behalen op veilige activa. Zo handelt slechts 15 procent van de obligaties wereldwijd tegen een rente van meer dan 2 procent (figuur 6). In reactie verschuiven beleggers hun portefeuilles naar meer risicovolle activa zoals aandelen en alternatieve beleggingen. Deze verschuiving is gedurende de coronapandemie versterkt vanwege de verdere rentedaling. De afgelopen maanden is – als gevolg van verbeterde groei- en inflatieverwachtingen – echter sprake van (licht) stijgende rentes in grote delen van de wereld. Hoewel deze ontwikkeling past bij het economische beeld, komt wel de vraag op in welke mate het *search for yield* gedrag zal afnemen en risicovolle activa kwetsbaar maakt voor een correctie; dat laatste is vooral een risico bij een snelle, forse stijging van de rente.

De stijgende koersen op aandelenmarkten kunnen een teken zijn van *search for yield*. Aandelen in de VS (+86% op basis van S&P 500) en Europa (+65% op basis van Eurostoxx 50) zijn sinds het dieptepunt in maart

Figuur 6 Slechts circa 15% van de wereldwijde obligaties handelt tegen een rente van meer dan 2%

Percentage van totale obligaties



Bron: DNB.

2020 nagenoeg onafgebroken gestegen, waardoor koersen veelal recordhoogtes bereikten. Als gevolg van deze prijsstijgingen bevinden waarderingsmaatstaven, zoals de *cyclically adjusted price-earnings ratio* (de prijs van een aandeel ten opzichte van de gemiddelde winst over de afgelopen 10 jaar) zich op een historisch hoog niveau

in de VS (figuur 7). Vooral waarderungen van aandelen met snel groeiende winstverwachtingen, zoals de technologiesector, staan aanzienlijk hoger dan vóór de pandemie. Ook in Europa lopen aandelenwaarderingen op, al zijn de niveaus nog in lijn met historische gemiddeldes.

Tegelijk zijn signalen van een mogelijke search for yield op aandelenmarkten breder zichtbaar.

Als gevolg van het positieve sentiment op markten is het aantal nieuwe beursnoteringen, zogenaamde *initial public offerings*, bijvoorbeeld gegroeid tot het hoogste niveau in de laatste 10 jaar. Ook zijn noteringen van zogenoemde *Special Purpose Acquisition Vehicles* (SPAC's) aan aandelenbeurzen steeds talrijker. Met een SPAC wordt via een beursgang kapitaal opgehaald, waarmee in de toekomst bedrijven overgenomen kunnen worden. Aangetrokken door het rendement zijn beleggers daarbij bereid risico te nemen zonder op voorhand te weten in welk bedrijf wordt geïnvesteerd. Daarnaast lijken de verliezen in de recente Archegos-casus te illustreren dat ook banken via ondoorzichtige financiële constructies met relatief hoge *leverage* bloot kunnen staan aan *search for yield* risico's.

Ook de verhoogde activiteit van particuliere beleggers op aandelenmarkten hangt samen met een zoekocht naar rendement. Zo is het aantal particuliere beleggers in Nederland in 2020 met 11 procent gestegen naar 1,6 miljoen huishoudens (AFM, 2021). Deze toename hangt samen met de lagere rendementen op spaargelden en hogere spaarquota onder huishoudens als gevolg van corona. Tegelijk gaat dit ook gepaard met risico's. Vooral wanneer particuliere beleggers gezamenlijk kiezen voor speculatieve posities in aandelen van kleine beursgenoteerde bedrijven,

Figuur 7 Waardering Amerikaanse aandelen op historisch hoog niveau

Koers-winstverhouding



Bron: Bloomberg.

zoals begin 2021 het geval bij het Amerikaanse GameStop, kan dit leiden tot forse prijsschokken op aandelenmarkten en verliezen bij financiële instellingen. Ook speculatieve beleggingen in cryptomunten passen hierbij, en forse waardefluctuaties kunnen particuliere beleggers kwetsbaar maken.

Tegen deze achtergrond roept de recente stijging van rentes de vraag op in welke mate de search for yield onder beleggers zal afnemen. Sinds begin van dit jaar zijn rentes in de VS en Europa toegenomen door verbeterde groei- en inflatievooruitzichten als gevolg van omvangrijke budgettaire stimulering en de uitrol

van vaccinatieprogramma's. De rentestijging speelt vooralsnog het meest in de VS, waar de 10-jaars rente dit kalenderjaar met circa 70 basispunten is toegenomen tot 1,65 procent (versus een stijging van 20 basispunten van de 10-jaars rente in Nederland). Hogere rentes zijn relevant voor aandelenmarkten omdat de relatieve aantrekkelijkheid ten opzichte van risicovrije activa daardoor afneemt. Vooralsnog bevinden rentes zich echter nog altijd op historisch lage niveaus, waardoor het rendement op aandelen hoger blijft liggen dan het rendement op obligaties.

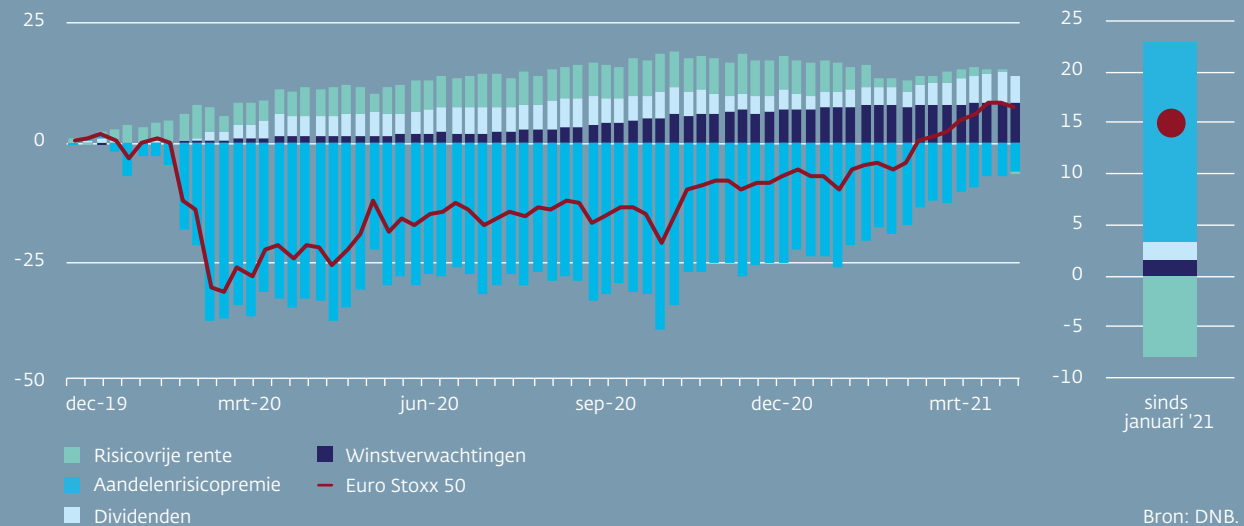
Daarnaast zijn rentebewegingen van invloed op aandelenkoersen, omdat de rente fungeert als disconteringsvoet voor toekomstige kasstromen.

Met een zogenoemd *Dividend Discount Model* is het mogelijk om het effect van de rente op aandelen inzichtelijk te maken. Dit model veronderstelt dat de prijs van een aandeel gelijk is aan de contante waarde van de toekomstige kasstromen van een bedrijf. Koersbewegingen van aandelen worden daarbij uitgesplitst naar vier drijvers: dividenden, winstverwachtingen, risicovrije rente en de aandelenrisicopremie (zie figuur 8). Deze laatste categorie weerspiegelt de extra vergoeding die beleggers eisen voor het investeren in aandelen ten opzichte van een risicovrij alternatief.²

Het model laat zien dat **prijstijgingen van aandelen sinds medio 2020 vooral gedreven worden door hogere winstverwachtingen en toegenomen risicobereidheid onder beleggers**. Figuur 8 toont het cumulatieve effect van de vier factoren op aandelenkoersen. Daaruit volgt dat de stijging van Europese aandelen sinds begin 2020 vooral is gedreven door hogere winstverwachtingen, wat erop wijst dat beleggers rekenen op een sterk economisch herstel (figuur 8, links). Dit maakt aandelen kwetsbaar voor

Figuur 8 Stijging Europese aandelen primair gedreven door hogere winstverwachtingen en lagere rentes

Procenten



economische tegenvallers. Sinds begin 2021 valt op dat vooral de toegenomen risicobereidheid onder beleggers een verder stuwende factor voor aandelenkoersen is, wat zich vertaalt in een daling van de aandelenrisicopremie. Tegelijkertijd is het effect van de rente op aandelenwaarderingen, als gevolg van de recente rentestijging, in 2021 al negatief (figuur 8, rechts).

Voor de toekomstige ontwikkeling van aandelenprijzen blijft zodoende van belang in welke mate rentestijgingen geleidelijk verlopen en gepaard gaan met hogere winstverwachtingen, gedreven door een sterk economisch herstel.

² Als risicovrije rente gebruiken we de 10-jaarsswaprente. Aangezien toekomstige kasstromen niet waarneembaar zijn, worden deze geschat op basis van een verwacht groeipad van de dividenden.

1.3 Nationale ontwikkelingen

De krimp van de Nederlandse economie als gevolg van de coronapandemie is fors. In 2020 kromp de Nederlandse economie met 3,7 procent, een voor Nederland historische neergang, maar minder diep dan eerder werd gevreesd en significant lager dan bijvoorbeeld de krimp van 6,6 procent in de gehele eurozone. De daling van de groei na de financiële crisis was ook iets groter. Ook in het eerste kwartaal van 2021 was in Nederland nog sprake van een krimp, waarbij vooral de terugval in consumptieve bestedingen van huishoudens in januari 2021 met -13,5 procent ten opzichte van een jaar eerder fors was (alleen in april 2020 was deze terugval groter met 17,1 procent). Eind 2020 heeft de Nederlandse regering aanvullende contactbeperkende maatregelen geïntroduceerd om de verspreiding van nieuwe besmettelijke varianten te beperken, waardoor ook de economische activiteit verder aan banden werd gelegd. Aan het einde van het eerste kwartaal zette de derde golf daadwerkelijk in, waardoor de afbouw van de contactbeperkende maatregelen langer op zich wachten dan eerder was voorzien, wat ook het economisch herstel heeft vertraagd (zie [Tussenraming DNB](#)).

De steunmaatregelen hebben sterk bijgedragen aan het beperken van de economische schade.

De Nederlandse overheidsfinanciën waren voorafgaand aan de coronacrisis gezond, waardoor de overheid relatief veel directe steun aan bedrijven heeft kunnen verlenen. Mede door deze directe steun bevindt het aantal faillissementen zich vooralsnog op een historisch laag niveau en is kapitaalvernietiging voorkomen (zie [figuur 9](#)). Ook zijn de gevolgen voor de arbeidsmarkt dankzij de steunmaatregelen relatief beperkt gebleven. Intern DNB-onderzoek toont wel aan dat sinds het uitbreken van de coronacrisis, de liquiditeitstekorten bij het Nederlandse midden- en kleinbedrijf zijn toegenomen. De tekorten zijn het grootst in de bedrijfstakken die het hardst door de contactbeperkende maatregelen zijn geraakt, zoals de horeca, reisbranche en kunstsector. In deze sectoren is de toename in het aandeel van insolvable bedrijven eveneens relatief groot, al is de toename op macroniveau beperkt gebleven. In de Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten (EOV) die DNB 14 juni publiceert, zal hier nader op worden ingegaan. Het is nog onzeker in hoeverre de economische schade van de coronacrisis blijvend zal zijn en hoe bedrijven zullen reageren op de afbouw van steunmaatregelen. Een zekere toename in het aantal bedrijfsfaillissementen is te verwachten en is ook een onvermijdelijk gevolg van het herintreden van een normale marktdynamiek in de economie (zie ook [Banken](#)).

De vooruitzichten voor de Nederlandse economie zijn positief en het economische herstel komt naar verwachting in de tweede helft van 2021 versneld op gang.

Door het vaccinatieprogramma is een steeds groter deel van de bevolking beschermd tegen het coronavirus, waardoor de noodzaak tot contactbeperkende maatregelen afneemt. Met de afbouw van deze maatregelen kunnen onderdelen van de economie die een lange tijd gesloten waren weer opstarten en kan de particuliere consumptie aantrekken. DNB voorzagt in de tussenraming van begin april een sterk economisch herstel in de tweede helft van dit jaar, waarmee begin volgend jaar het bbp weer het niveau van voor de coronacrisis bereikt. De bbp-groei komt naar verwachting in 2021 uit op 2,2 procent (zie [Tussenraming DNB](#)). Het herstelvermogen van de Nederlandse economie is groot, wat ook bleek tussen de eerste en tweede golf aan besmettingen, toen de maatregelen tijdelijk werden versoepeld en de economische activiteit opleefde. De lage werkloosheid, de opgebouwde spaargelden van huishoudens en de beperkte structurele schade als gevolg van het relatief lage aantal bedrijfsfaillissementen zullen naar verwachting het herstel ondersteunen. De onzekerheid over het verdere verloop van de pandemie blijft op de korte termijn echter aanwezig en daarmee ook het precieze pad van het economisch herstel. DNB publiceert op 14 juni haar nieuwe ramingen voor de Nederlandse economie (EOV).

Mede als gevolg van de ruime overheidssteun neemt de Nederlandse overheidsschuld toe. De schuldratio blijft met een niveau van iets onder de 60 procent van het bbp echter relatief laag en onder de Europese norm van het Stabiliteits- en Groeipact. Ook de gunstige financieringsvoorwaarden dragen bij aan de houdbaarheid van de staatsschuld. De financiële bewegingsruimte van de Nederlandse overheid blijft daarmee relatief groot en er is dus ruimte om de afbouw van de crisissteunmaatregelen zorgvuldig te laten plaatsvinden. In de herstelperiode, nadat het virus onder controle is, moet de overheid voorkomen dat de economie afhankelijk blijft van de overheidssteun. Op de korte termijn is het echter van belang dat de begroting bijdraagt aan het stabiliseren van de economie, door bezuinigingen en lastenverzwaringen te vermijden (zie [Budgettair beleid](#)).

1.4 Vastgoedmarkten

Woningmarkt

De woningmarkt blijft oververhit en huizenkopers lijken zich weinig aan te trekken van de coronacrisis. Het woningtekort neemt nog steeds toe, ondanks de inspanningen om meer nieuwe woningen te bouwen. Tegelijkertijd wordt de vraag naar woningen aangewakkerd door de lage rente, de ruimhartige fiscale subsidies (waaronder het nultarief voor de overdrachtsbelasting voor jonge huizenkopers en de verruimde schenkingsregeling) en de ruime leennormen. Dat leidt

onvermijdelijk tot sterk stijgende huizenprijzen. Over heel 2020 stegen de huizenprijzen met bijna 8 procent, en in april 2021 bedroeg de stijging ten opzichte van een jaar eerder zelfs 11,5 procent, de grootste stijging in bijna twintig jaar. Reële huizenprijzen – gecorrigeerd voor inflatie – liggen op dit moment ruim 5 procent hoger dan bij de vorige piek in 2008. Het aanbod van nieuwe woningen heeft minder te lijden gehad van de beperkende maatregelen dan één jaar geleden werd gevreesd. Ook van een remmend effect op de vraag naar woningen lijkt vooralsnog geen sprake. Woningen worden nog steeds heel snel verkocht, en het vertrouwen in de woningmarkt ligt nu hoger dan vlak voor het uitbreken van de pandemie. De belangrijkste uitzondering op dit beeld is de Amsterdamse woningmarkt, die in 2020 met 3,5 procent de laagste prijsstijging kende van alle grote gemeenten, en waar de coronacrisis onder andere leidde tot een daling van de woningverhuur aan toeristen.

De sterke prijsstijging zet de betaalbaarheid van koopwoningen vooral voor starters verder onder druk. Huizenprijzen stegen de laatste jaren aanzienlijk sneller dan het besteedbare inkomen. Prijs-inkomensratio's zijn als gevolg hiervan uitzonderlijk hoog en hoger dan bij de vorige piek in 2008. Ondanks de lage rente nemen de financieringslasten gestaag toe. Voor starters en jongere huizenbezitters is de financieringslast voor een gemiddelde koopwoning nu vergelijkbaar met het

niveau van vlak voor de vorige huizenmarktcrisis. Oudere huizenbezitters, die al voor 2013 een huis bezaten, hebben doorgaans aanzienlijk lagere financieringslasten dan jongere huizenkopers. Zij kunnen namelijk profiteren van een ruimere hypotheekrenteaftrek, doordat voor hen ook de rente over een aflossingsvrije lening nog steeds aftrekbaar is. Door de forse prijsstijging en de gestegen financieringslasten is het voor jongeren steeds moeilijker om een huis te kopen.

Door de oververhitting nemen huizenkopers steeds meer risico. Door de krapte op de woningmarkt komen overbieden en bieden zonder bezichtiging of voorbehouden steeds vaker voor. Inmiddels wordt ruim 60% van de woningen verkocht boven de vraagprijs; in de vier grote steden ligt dit percentage nog aanzienlijk hoger. Huizenkopers moeten steeds meer lenen om een huis te kunnen kopen, niet alleen in euro's maar ook ten opzichte van hun inkomen. Vooral voor starters geldt dat ze vaak (bijna) maximaal lenen ten opzichte van hun inkomen (zie [figuur 10](#)). Ook kiezen koopstarters vaker voor een deels aflossingsvrije hypotheek. Terwijl het totale aandeel aflossingsvrije leningen al sinds 2013 langzaam maar zeker daalt, is er bij jongere huishoudens recent een toename zichtbaar. Hoewel de rente op een aflossingsvrije lening niet aftrekbaar is, kent deze hypotheekvorm lagere maandlasten omdat er niet afgelost hoeft te worden. Dit kan huishoudens ertoe aanzetten om een groter

hypotheekbedrag – dichterbij hun maximum leenbedrag – te lenen. Tegen dezelfde maandlasten kan een huishouden dan immers wellicht wel het bedrag lenen dat nodig is om het winnende bod uit te brengen. De coronacrisis lijkt ook hier nauwelijks impact te hebben. Ondanks de risico's op baan- of inkomensverlies blijven huizenkopers bereid zich diep in de schulden te steken voor de aankoop van een huis.

Hoewel banken strengere voorwaarden hanteren, bleef de hypothecaire kredietverlening nagenoeg constant. In 2020 was de groei van de totale hypothecaire kredietverlening met 1,5 procent gematigd, zeker in het licht van de snelle huizenprijsstijging en de zeer lage hypotheekrente. Net als in voorgaande jaren bleef de hypothecaire kredietverlening door banken nagenoeg constant, ondanks dat banken hebben aangegeven door de coronacrisis strengere voorwaarden te hanteren bij het afsluiten van hypotheekleningen (ECB, 2020). Zo kijken banken kritischer naar de mogelijke gevolgen van de coronacrisis op het inkomen van klanten. De uitzettingen van niet-bancaire partijen, voornamelijk pensioenfondsen en verzekeraars, op Nederlandse woning hypotheekleningen namen verder toe.

De hoge hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens blijft een belangrijke kwetsbaarheid. De hoge schulden maken Nederlandse huishoudens en de

economie kwetsbaar voor de gevolgen van een neerwaartse correctie op de huizenmarkt. Ook Nederlandse banken zijn hierdoor gevoelig voor de (indirecte) gevolgen van een huizenmarktcorrectie. Als gevolg van de economische krimp is in 2020 een einde gekomen aan de dalende trend van de schuldratio, die in 2012 was ingezet. De hypotheekschuld bedraagt op dit moment 94% van het bbp. Ook andere factoren dragen bij de stagnatie in de daling van deze schuldratio. Door de sterke stijging van de huizenprijzen kennen nieuwe hypotheekleningen hogere leenbedragen, wat een opwaarts effect heeft op de hypotheekschuld. Daarnaast zijn de vrijwillige aflossingen door huishoudens in het afgelopen jaar afgenomen ten opzichte van het jaar daarvoor, ondanks een sterke toename van de besparingen. Juist de vrijwillige aflossingen hebben de afgelopen jaren een grote bijdrage geleverd aan de daling van de schuldratio. Het aandeel wanbetalingen op hypotheekleningen blijft vooralsnog erg laag (0,8% per 2021k1). Niettemin kan het aantal huiseigenaren dat in betalingsproblemen komt, toenemen wanneer in de loop van het jaar de steunmaatregelen van de overheid zouden worden afgebouwd.

Commercieel vastgoedmarkt

Reeds bestaande kwetsbaarheden op de commercieel vastgoedmarkt worden uitvergroot door corona, en de impact op prijzen en de financiële sector lijkt nog niet uitgewerkt. Reeds vóór de coronacrisis waren er

zorgen over de waarderingen van commercieel vastgoed (*commercial real estate* - CRE), ook door langjarige trends als thuiswerken en online winkelen. Door de pandemie zijn deze trends in een stroomversnelling geraakt en kan de waarde van commercieel vastgoed structureel geraakt worden. Daarnaast zijn er tijdelijke effecten van de pandemie, zoals teruglopende huurinkomsten als gevolg van de *lockdown*. Zowel banken, verzekeraars als pensioenfondsen hebben substantiële directe en indirecte blootstellingen op de commercieel vastgoedmarkt. Tegen deze achtergrond analyseert dit OFS de gevoeligheid van de financiële sector voor een scenario waarin commercieel vastgoedprijzen langdurig dalen (zie Box 2 'Risico's commercieel vastgoed: een geactualiseerde pandemiestresstest voor de Nederlandse financiële sector'). De analyse laat zien dat een schoksgewijze aanpassing op de commercieel vastgoedmarkt, vooral in de context van een bredere macro-economische schok, ook een doorwerking heeft op de Nederlandse financiële sector. De impact van de CRE-schok is voor banken, verzekeraars en pensioenfondsen op sector-niveau behapbaar. Pensioenfondsen worden daarbij wel wat harder geraakt door de combinatie van de CRE-schok met de dynamiek op rente- en aandelenmarkten uit het scenario van de macro-schok.

Box 2 Commercieel vastgoed: een geactualiseerde pandemiestresstest voor de Nederlandse financiële sector

David-Jan Jansen, Francesco Caloia en Berend Schrijver

Inleiding

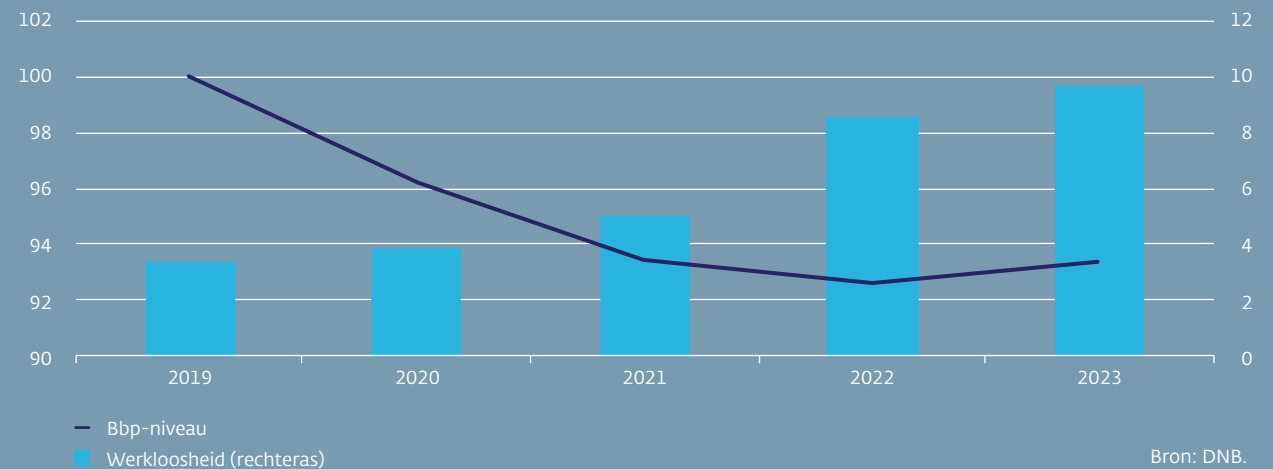
Deze box analyseert risico's rondom commercieel vastgoed. Het is niet waarschijnlijk dat een structurele schok op de CRE-markt geïsoleerd en over een korte tijdperiode plaatsvindt. Om die reden kiezen we voor een stresstest, een instrument dat het mogelijk maakt een meerjarige analyse uit te voeren en een CRE-schok in een breder macro-economisch scenario te plaatsen. Zo'n stress-scenario moet niet gezien worden als een voorspelling, maar als een gedachtenoefening om staartrisico's in kaart te brengen. We bouwen hierin voort op de twee pandemiestresstesten³ die DNB in 2020 publiceerde. In deze nieuwe analyse worden nu ook kleinere banken, alsmede verzekeraars en pensioenfondsen meegenomen. Op deze wijze krijgen we beter zicht op waar in de financiële sector potentiële kwetsbaarheden voor commercieel vastgoed zich bevinden.

Methodologie

De CRE-schokken zijn ingebed in een stressscenario dat wordt gekenmerkt door blijvende onzekerheid, uitblijven van groei en een sterk oplopende

Figuur 11 Bbp-niveau en werkloosheid in stressscenario

Index 2019=100; procenten van de beroepsbevolking



werkloosheid. Dit stressscenario (een actualisatie van het zeer zware stressscenario uit de [EOV](#) van december 2020) gaat wederom uit van een relatief moeizaam verloop van het vaccinatieproces, mogelijk opduiken van nieuwe virusvarianten en een blijvende noodzaak tot contactbeperkende maatregelen. Als gevolg hiervan blijft corona zowel in Nederland als wereldwijd een

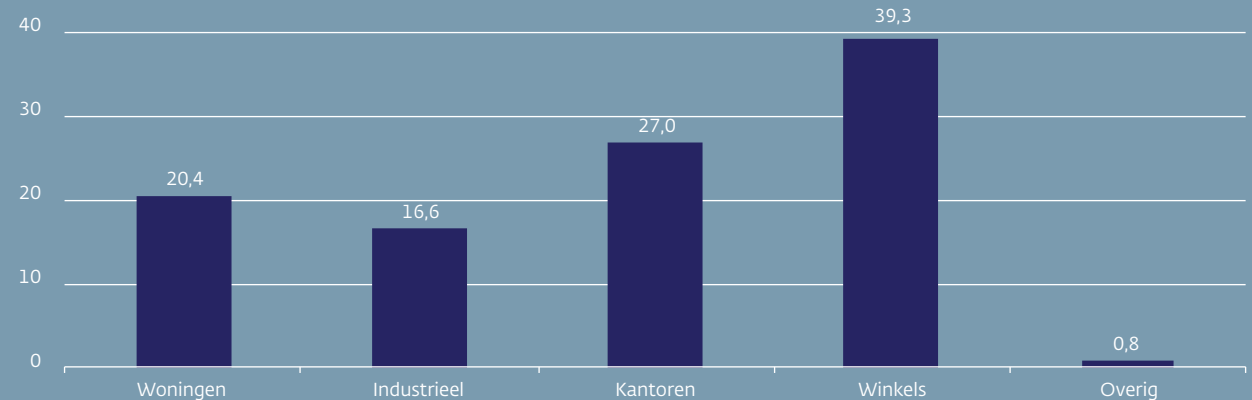
forse wissel op de economie trekken. Vanuit dit narratief is een macro-economisch scenario gekalibreerd met behulp van DNB's *Delfi* model. In deze kalibratie blijft herstel van de Nederlandse economie uit tot in 2023 en loopt de werkloosheid op tot boven de 9 procent ([figuur 11](#)). Het stressscenario wordt toegepast op de situatie per ultimo 2020.

³ Zie [Overzicht Financiële Stabiliteit Voorjaar 2020](#) en [Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten december 2020](#).

De stresstest gaat daarnaast uit van forse schokken op commercieel vastgoed. In deze stresstest worden grotere schokken op de commercieel vastgoedmarkt toegepast dan dat we puur vanuit het zojuist beschreven macro-economische beeld zouden verwachten. De belangrijkste reden is de eerder beschreven structurele druk op de commercieel vastgoedmarkt. Om dit mee te nemen is bijvoorbeeld een extra daling van de bedrijfsinvesteringen verondersteld. Daarnaast is aangenomen dat in dit specifieke stressscenario de markt voor commercieel vastgoed een stuk volatieler is dan die voor residentieel vastgoed.

De veronderstelde prijsdalingen in commercieel vastgoed verschillen per deelsector en lopen in het stressscenario op tot ruim boven de 30 procent. In de analyse wordt per deelsector een prijsschok bepaald aan de hand van historische correlaties met woningprijzen (20 procent cumulatieve daling in het scenario). De grootste dalingen in het scenario liggen bij winkels (-39%) en kantoorpanden (-27%). Zuiver op basis van historische correlaties zou in deze conjunctuurgevoelige segmenten al de sterkste daling worden verwacht. Omdat er in deze sectoren echter ook structurele trends spelen, is de schok verder uitvergroot ten

Figuur 12 CRE-schok per segment
Cumulatieve procentuele prijsdaling



Bron: DNB.

opzichte van deelsectoren als industrieel vastgoed (-17%) en residentieel vastgoed (-20%)⁴.

Uitkomsten

Bij banken neemt de kapitaalpositie in het scenario met ongeveer 4 procentpunt af, met name door een stijging in risicogewichten. De weerbaarheid van banken wordt vaak uitgedrukt in termen van hun risicogewogen kapitaalpositie (CET1-ratio). Momenteel

zijn banken ondanks de pandemie goed gekapitaliseerd, met een gemiddelde kapitaalratio van 17,3 procent. Dit volgt onder andere uit het lage niveau van faillissementen en het beperkt uitkeren van dividenden.⁵ In het stressscenario zou deze kapitaalpositie dalen tot 13,4 procent. Deze daling wordt vooral gedreven door oplopende risicogewichten. In lijn met de economische stagnatie neemt namelijk voor veel leningen het risico op wanbetaling toe en moet meer kapitaal worden

⁴ Het is ietwat contra-intuïtief dat ook woningen onder commercieel vastgoed vallen. Het betreft hier bijvoorbeeld grote investeringen in sociale woningbouwprojecten gedaan door pensioenfondsen. De kleinste schok is toegepast op segment "overig", waar o.a. categorieën als parkeerplaatsen en data centers onder vallen.

⁵ In het scenario is uitgegaan van een uitkering van 15% van winsten als dividend.

aangehouden. Daarnaast wordt in het bijzonder het onderpand op leningen gedekt door commercieel vastgoed minder waard, wat leidt tot een additionele stijging van de risicoweging voor deze categorie leningen. Zonder deze specifieke schokken op commercieel vastgoed zou overigens de daling van de CET1-ratio door oplopende kredietverliezen en hogere risicogewichten in dit stressscenario ongeveer een procentpunt kleiner zijn.

De impact op banken in dit stress-scenario is fors, maar zou niet direct tot grote problemen in kredietverlening leiden. Banken zouden in dit scenario nog steeds enige ruimte hebben om verliezen op te vangen en zouden kredietverlening niet grootschalig hoeven terug te brengen.

In de verzekeringssector wordt de impact met name gevoeld bij levensverzekeraars, maar ook daar is de impact van 17 procentpunt op de Solvency II-ratio behapbaar. Verzekeraars in Nederland investeren 5 procent van hun totale balans in commercieel vastgoed (26,2 miljard). De meeste blootstellingen bestaan uit hypotheekleningen, en zijn vooral geconcentreerd in de levenssector. In deze sector resulteert het scenario in een verlaging van de Solvency II-ratio van 17,4 procentpunten, waarmee de verzekeraars ruim boven de vereiste 100 procent blijven.

Figuur 13 Impact op banken

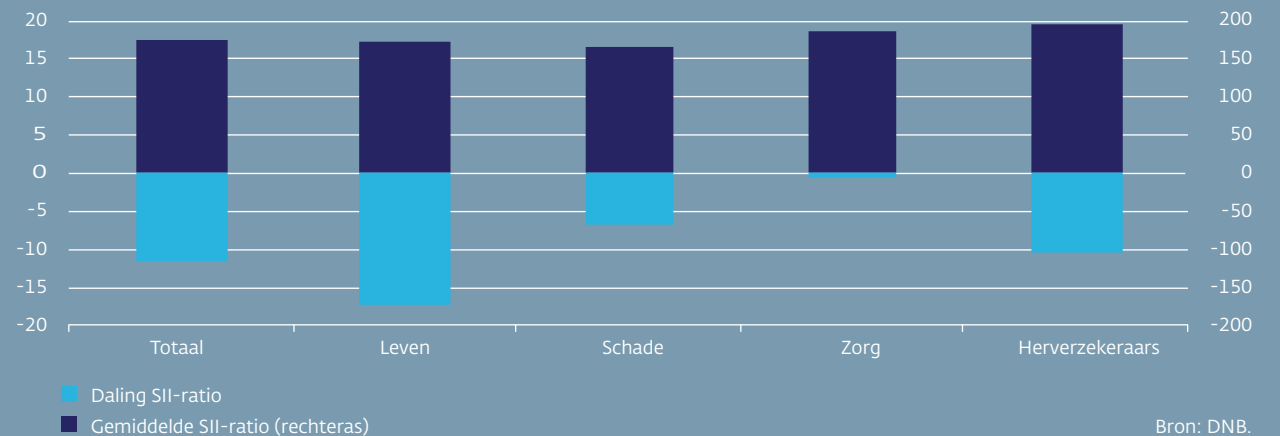
Procenten risicogewogen activa



Bron: DNB.

Figuur 14 Impact op verzekeraars

Procentpunten; Procenten solvabiliteitsratio

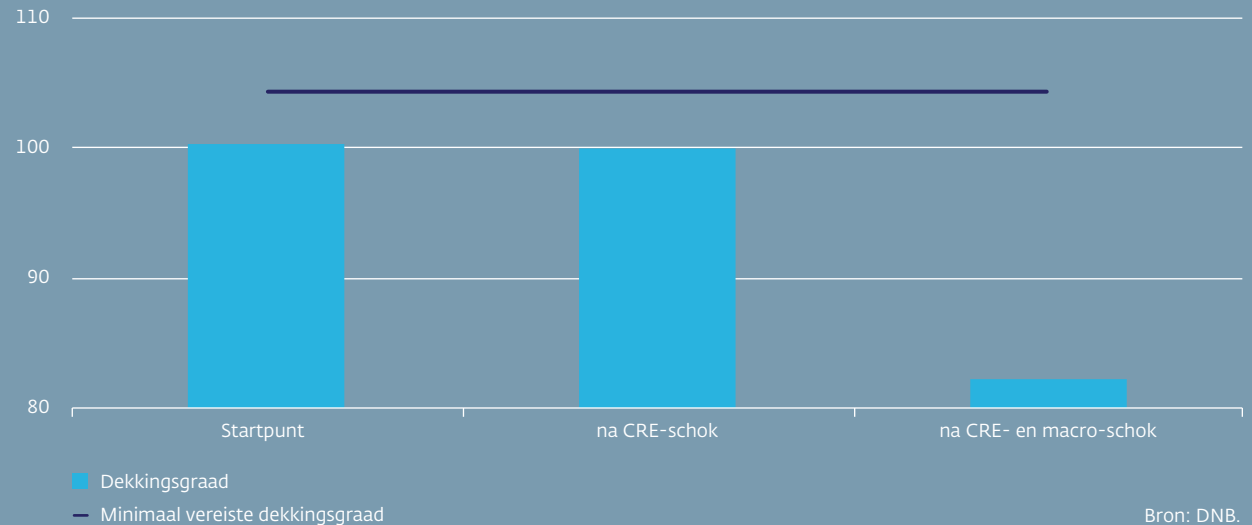


Bron: DNB.

Figuur 14 toont de (daling in de) Solvency II-ratio per deelsector na toepassing van het stressscenario. De relatief geringe impact volgt ook uit beperkte gevoeligheid van verzekeraars voor het macro-scenario.

Door directe blootstellingen op commercieel vastgoed, maar vooral als gevolg van gevoeligheid voor het macro-scenario en een minder gunstige uitgangspositie, is de impact op pensioenfondsen relatief groot. Met name bij de grotere pensioenfondsen vormt commercieel vastgoed een significant deel van de portefeuille (130 miljard euro in totaal voor de sector; 7,3 procent van het vermogen van de grootste tien fondsen). Waar verzekeraars en in mindere mate banken met name indirect blootgesteld zijn aan CRE via hypotheek, investeren pensioenfondsen vaker direct in vastgoedprojecten en/of -fondsen. Ze zouden dus sneller geraakt kunnen worden door een prijsschok. De geïsoleerde impact van een CRE-schok op de sector is echter beperkt, en doet de dekkinggraad met minder dan een procentpunt dalen. Pensioenfondsen worden sterker geraakt door de dynamiek op rente- en aandelenmarkten uit het scenario. Als gevolg zou de gemiddelde dekkinggraad in het macro-scenario dalen van 100,3 procent tot 83,2 procent, met forse tekorten tot gevolg. Deze uitkomsten ondersteunen de kwetsbaarheden bij pensioenfondsen.

Figuur 15 Impact op pensioenfondsen
Procenten



Conclusies

Door een combinatie van conjuncturele en structurele factoren is een forse schok op commercieel vastgoedprijzen niet uit te sluiten. Hierbij zijn vooral het retail- en kantoorsegment kwetsbaar. Zeker wanneer een bredere macro-economische stagnatie zou optreden, heeft een dergelijke CRE-gerelateerde schok een duidelijke uitwerking op de verschillende Nederlandse financiële instellingen. De schok voor banken zou fors zijn, maar tegelijkertijd behapbaar,

onder meer door relatief comfortabele buffers. Verzekeraars worden afgeschermd door de beperkte gevoeligheid van het Solvency II-raamwerk voor het macro-scenario, hun indirecte blootstelling aan commercieel vastgoed en ruime marges boven de wettelijke Solvency II-eisen. De grootste kwetsbaarheid zit bij pensioenfondsen. Naast de blootstelling aan commercieel vastgoed speelt bij pensioenfondsen vooral de gevoeligheid voor het macro-scenario en het gemiddeld ontbreken van buffers een belangrijke rol.



Figuren

Publieke en private schulden
eurozone fors toegenomen
[Bekijk figuur 1 →](#)

Balanspositie Eurosysteem
fors gegroeid door
crisismaatregelen
[Bekijk figuur 4 →](#)

Verwevenheid overheden
en bedrijven toegenomen
door garantieregelingen
[Bekijk figuur 2 →](#)

Risicovrije rentes gestegen
[Bekijk figuur 5 →](#)

Volatiliteit en beleids-
onzekerheid afgenomen
[Bekijk figuur 3 →](#)

Slechts circa 15% van de
wereldwijde obligaties
handelt tegen een rente
van meer dan 2%
[Bekijk figuur 6 →](#)





Figuren

Waardering Amerikaanse
aandelen op historisch
hoog niveau
[Bekijk figuur 7 →](#)

Leengedrag
huiseigenaren
[Bekijk figuur 10 →](#)

Stijging Europese aandelen
primair gedreven door
hogere winstverwachtingen
en lagere rentes
[Bekijk figuur 8 →](#)

Bbp-niveau en werkloos-
heid in stressscenario
[Bekijk figuur 11 →](#)

Faillissementen bevinden
zich op een historisch
laag niveau
[Bekijk figuur 9 →](#)

CRE-schok per segment
[Bekijk figuur 12 →](#)





Figuren

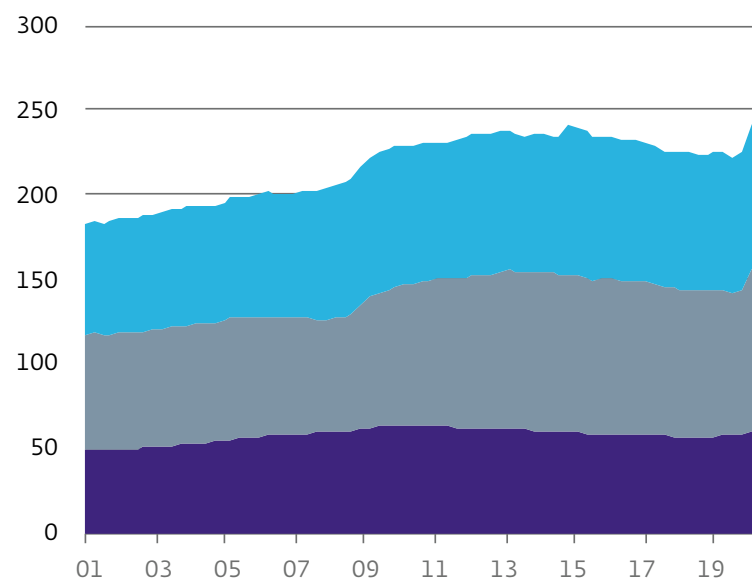
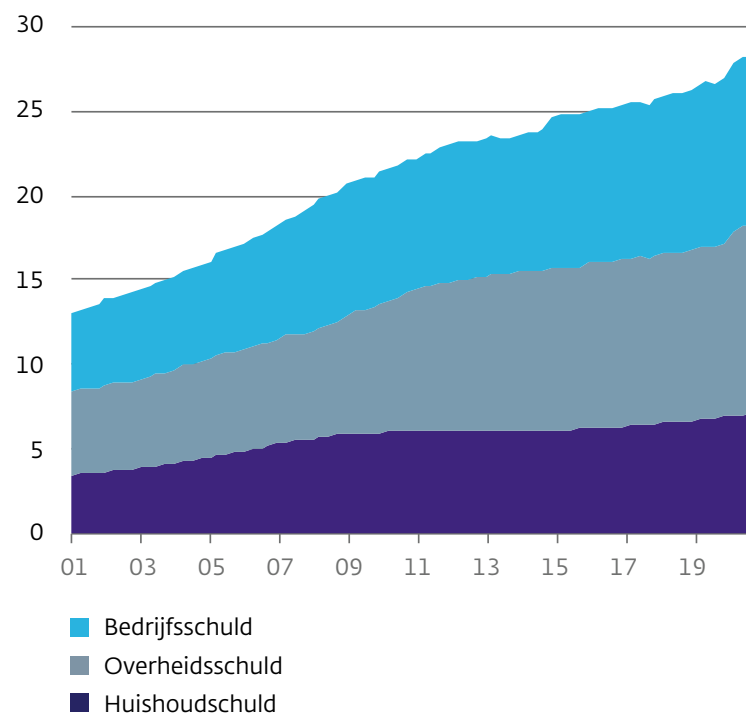
Impact op bankbalans
[Bekijk figuur 13 →](#)

Impact op pensioenfondsen
[Bekijk figuur 15 →](#)

Impact op verzekeraars
[Bekijk figuur 14 →](#)

Figuur 1 Publieke en private schulden eurozone fors toegenomen

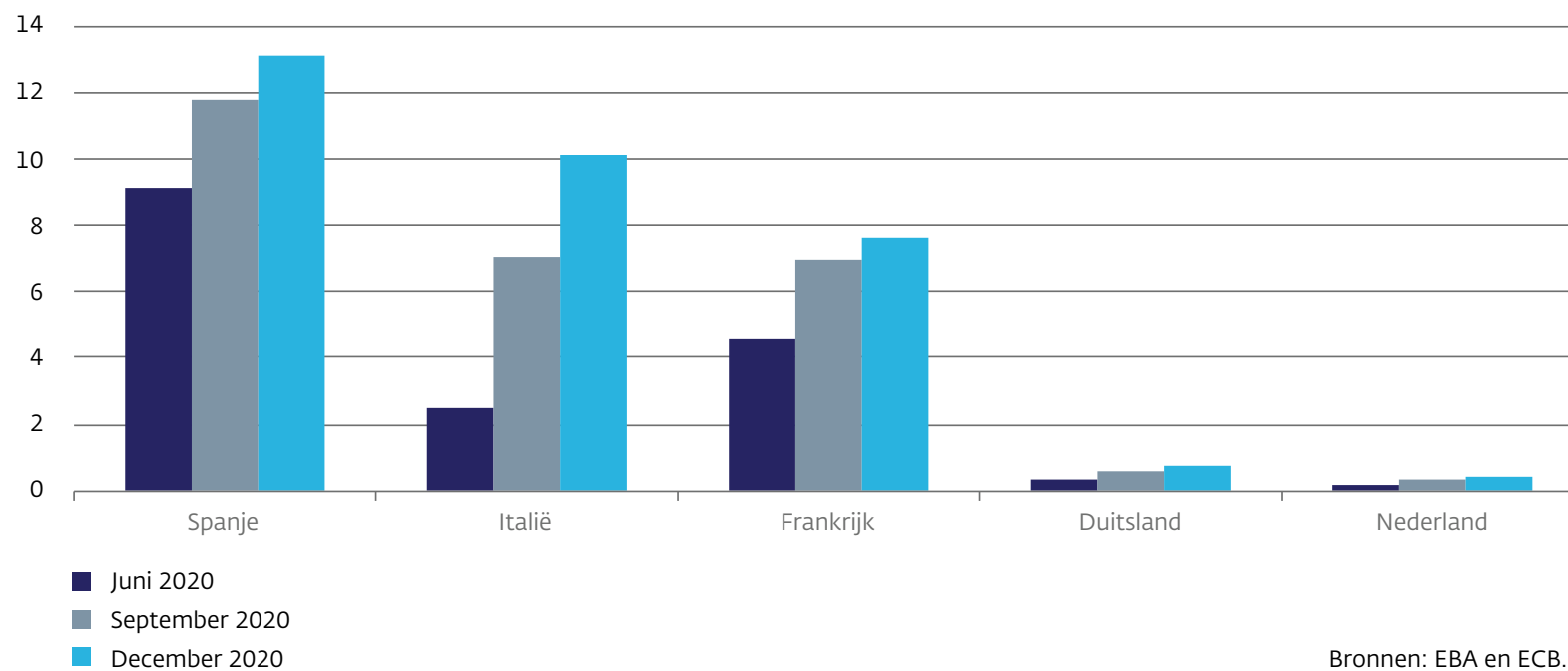
Eurogebied; biljoenen euro (links) en procenten bbp (rechts)



Bron: ECB.

Figuur 2 Verwevenheid overheden en bedrijven toegenomen door garantieregelingen

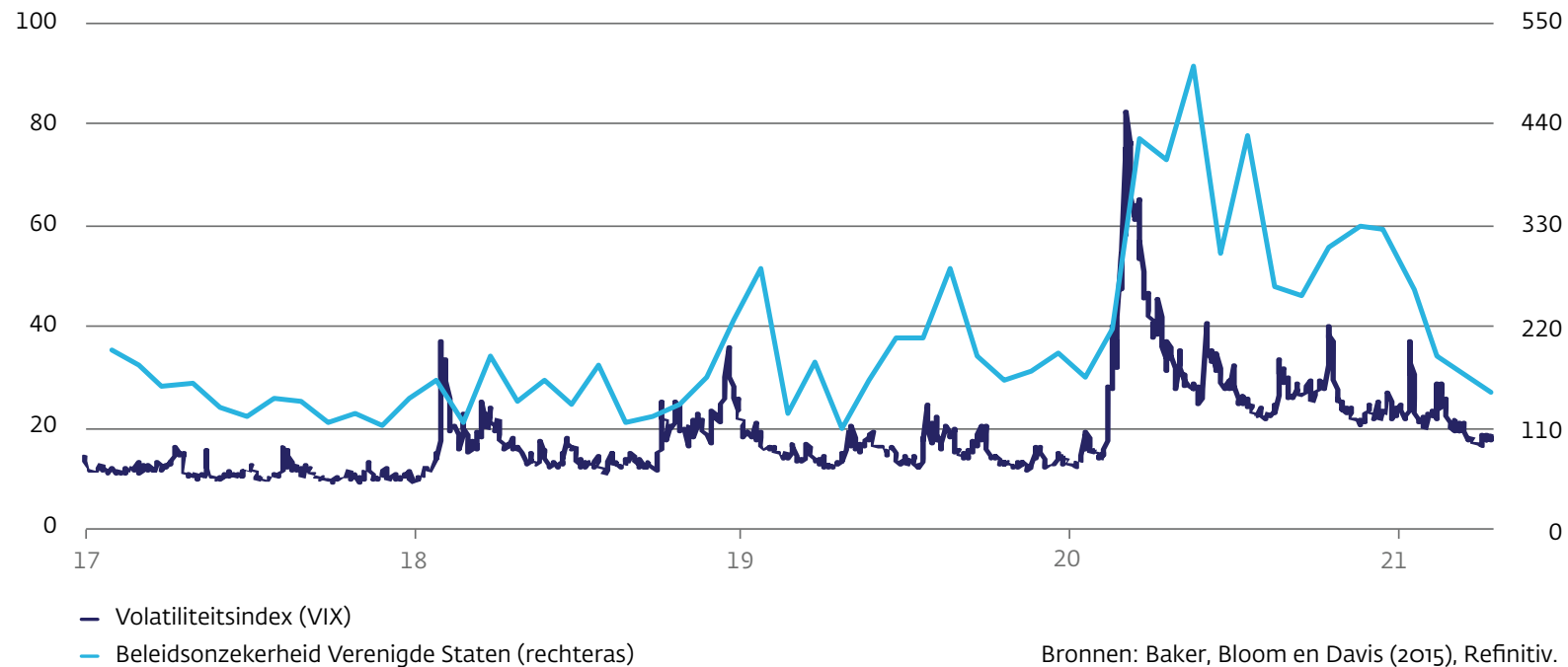
Percentage uitstaande bedrijfsleningen



Toelichting: het percentage betreft de bedrijfsleningen met een garantie ten opzichte van het totaal aan uitstaande bedrijfsleningen.

Figuur 3 Volatiliteit en beleidsonzekerheid afgenomen

Index

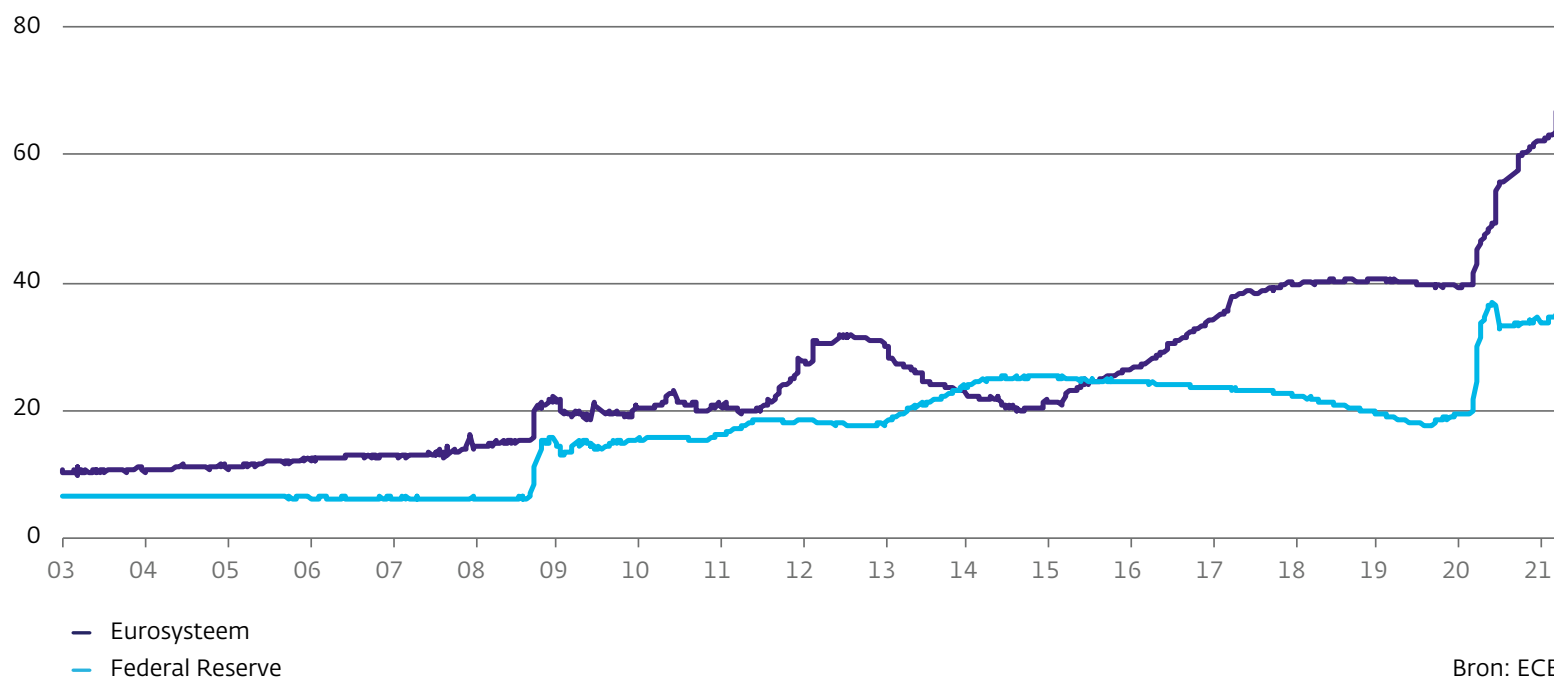


Toelichting: Beleidsonzekerheid is de Economic Policy Uncertainty index berekend volgens de methodologie van Baker, Bloom en Davis (2015), waarbij de mate van beleidsonzekerheid wordt gemeten door de frequentie waarin bepaalde woordcombinaties voorkomen in belangrijke kranten.

←
↶

Figuur 4 Balanspositie Eurosysteem fors gegroeid door crisismaatregelen

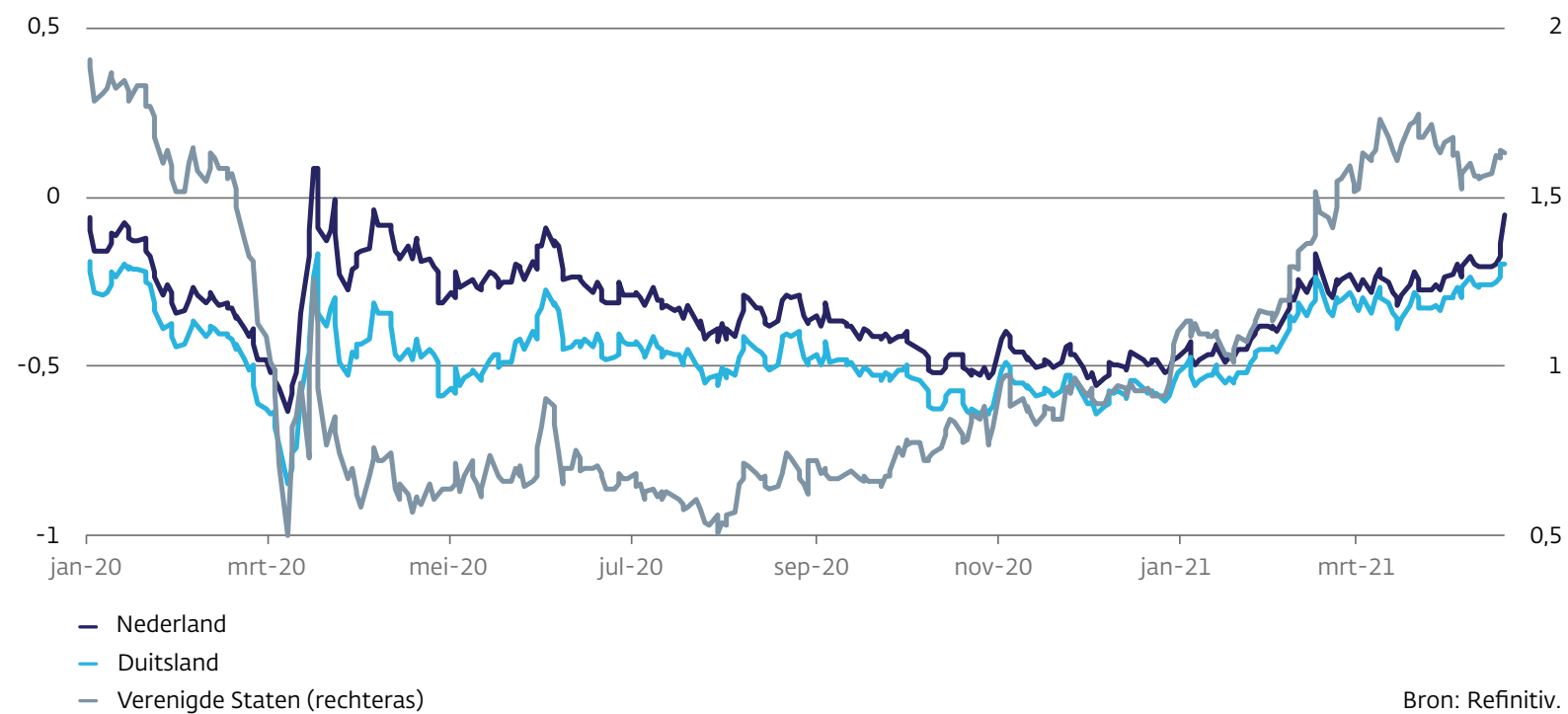
Procenten bbp



Bron: ECB.

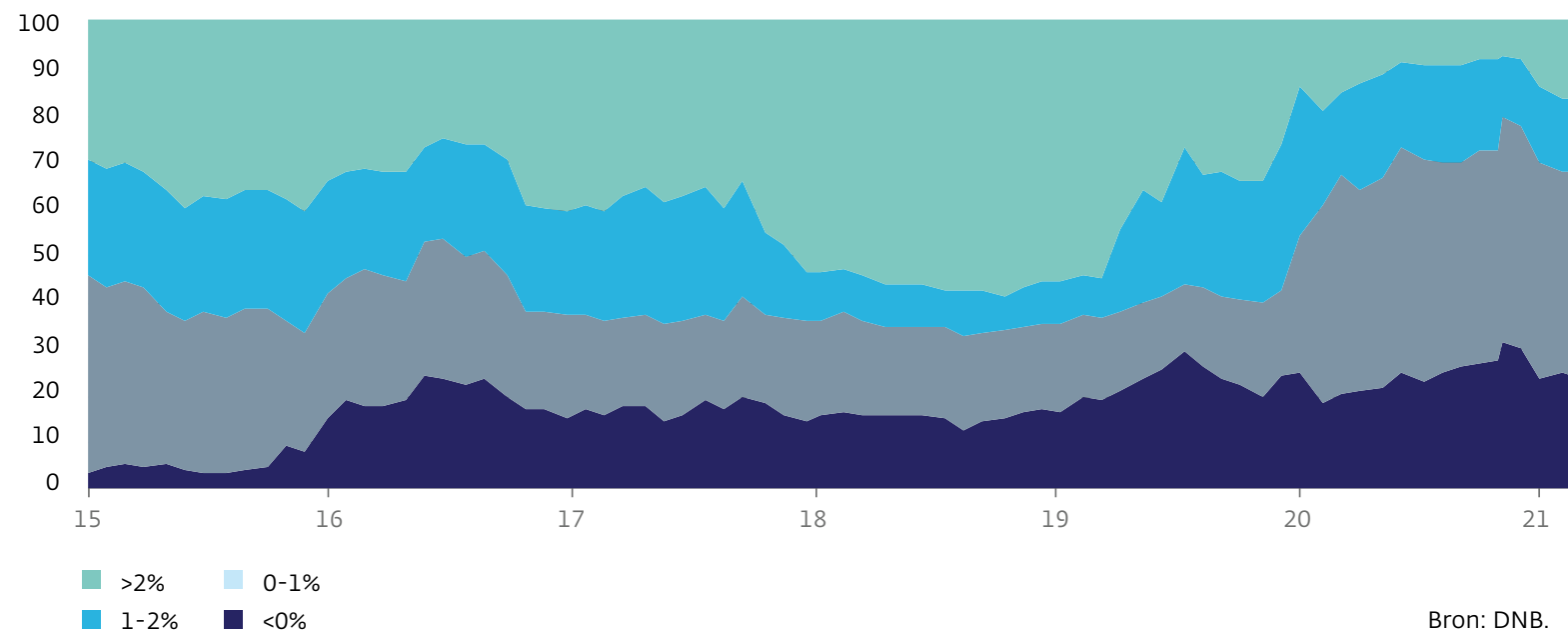
Figuur 5 Risicovrije rentes gestegen

Procenten rendement 10-jaars staatsobligaties



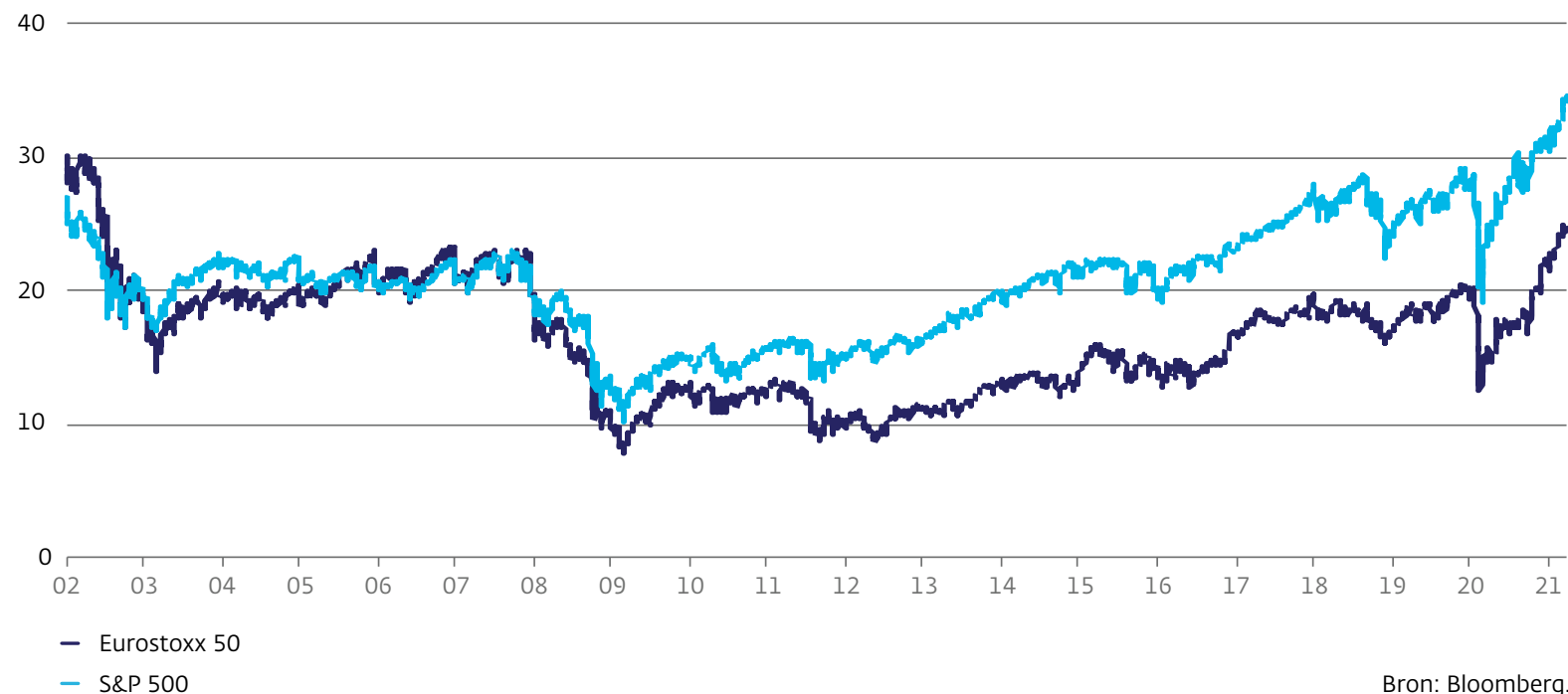
Figuur 6 Slechts circa 15% van de wereldwijde obligaties handelt tegen een rente van meer dan 2%

Percentage van totale obligaties



Figuur 7 Waardering Amerikaanse aandelen op historisch hoog niveau

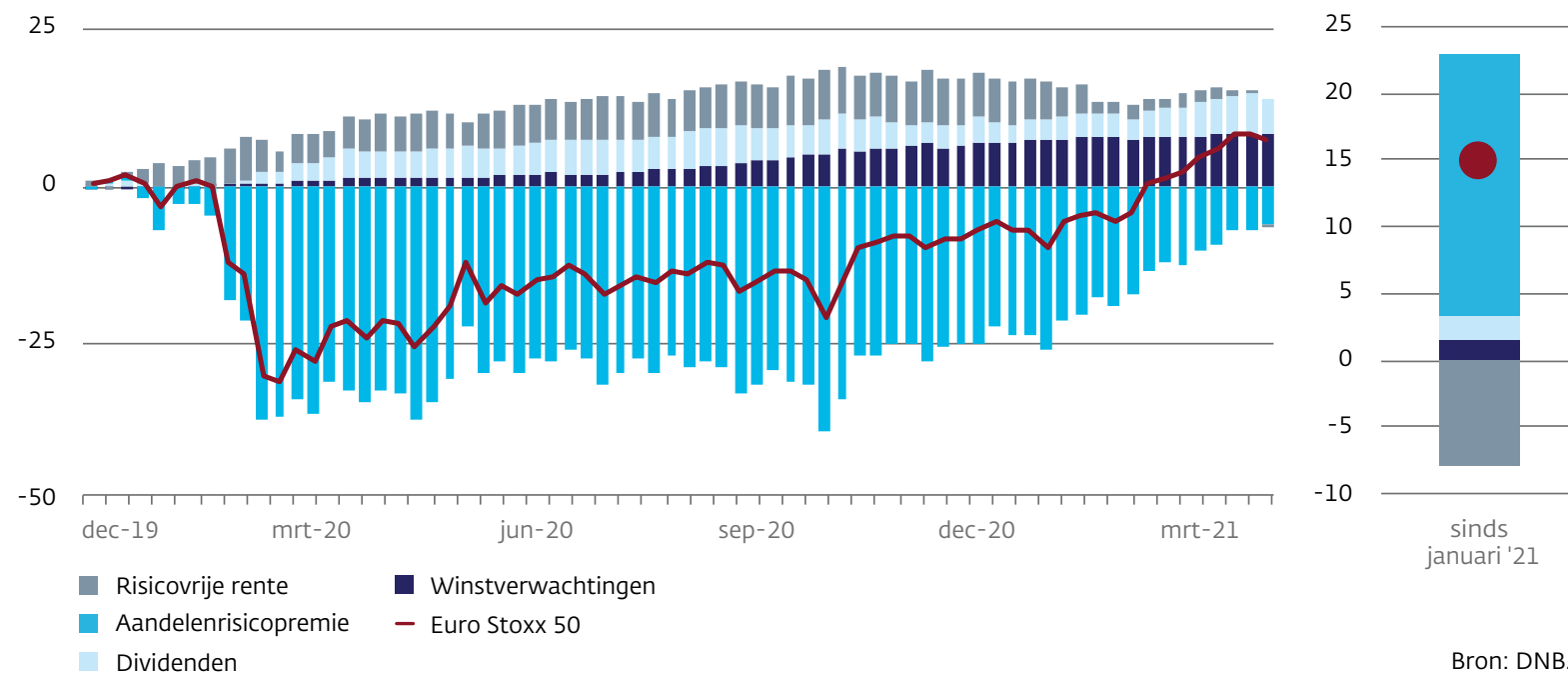
Koers-winstverhouding



Bron: Bloomberg.

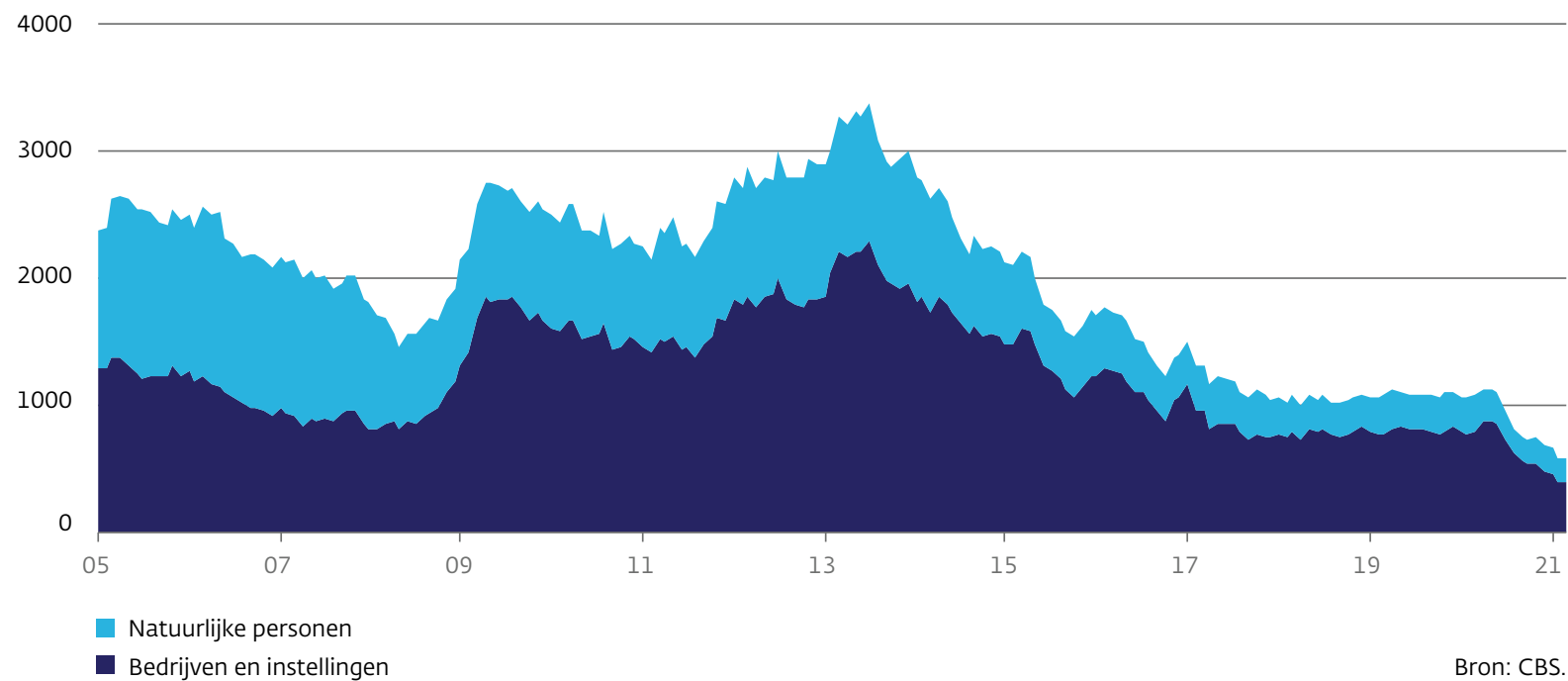
Figuur 8 Stijging Europese aandelen primair gedreven door hogere winstverwachtingen en lagere rentes

Procenten



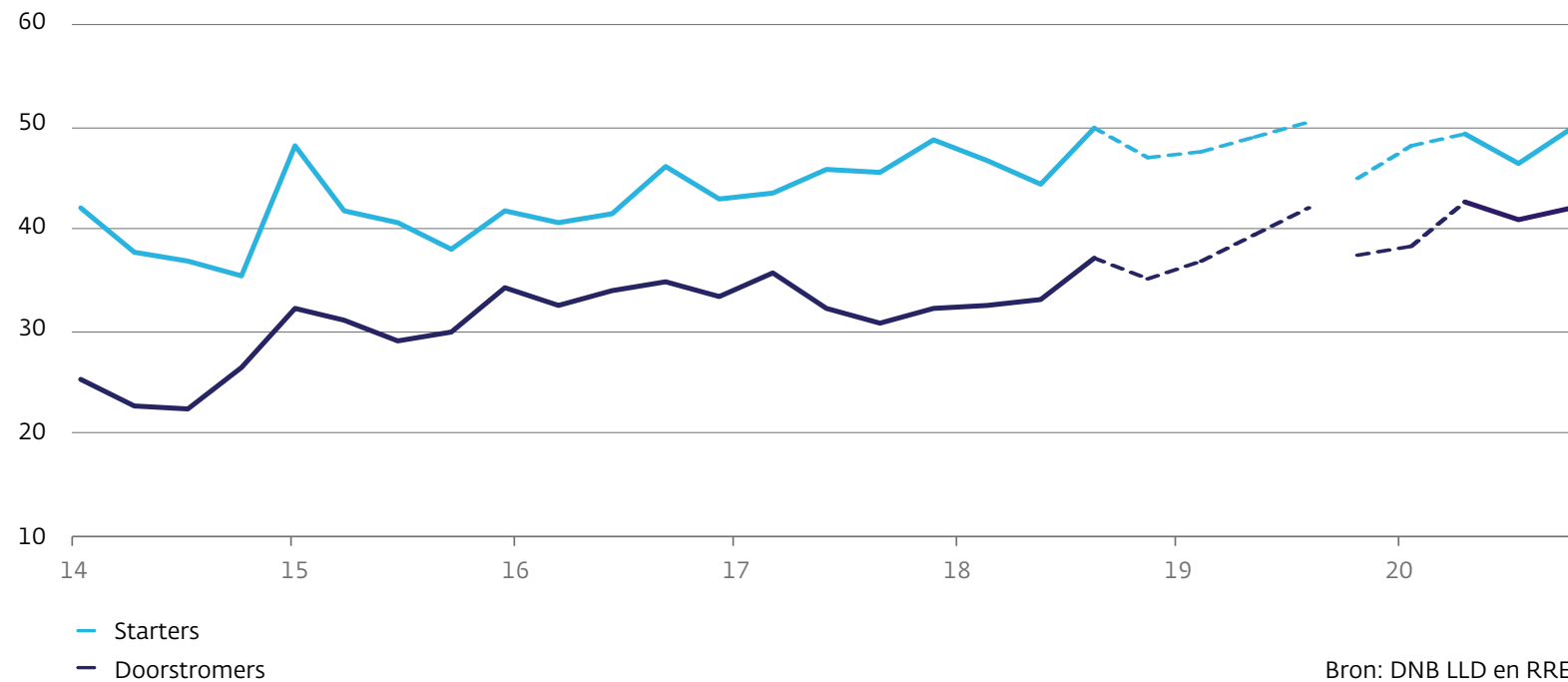
Figuur 9 Faillissementen bevinden zich op een historisch laag niveau

Aantal in afgelopen 3-maandsperiode



Figuur 10 Leengedrag huiseigenaren

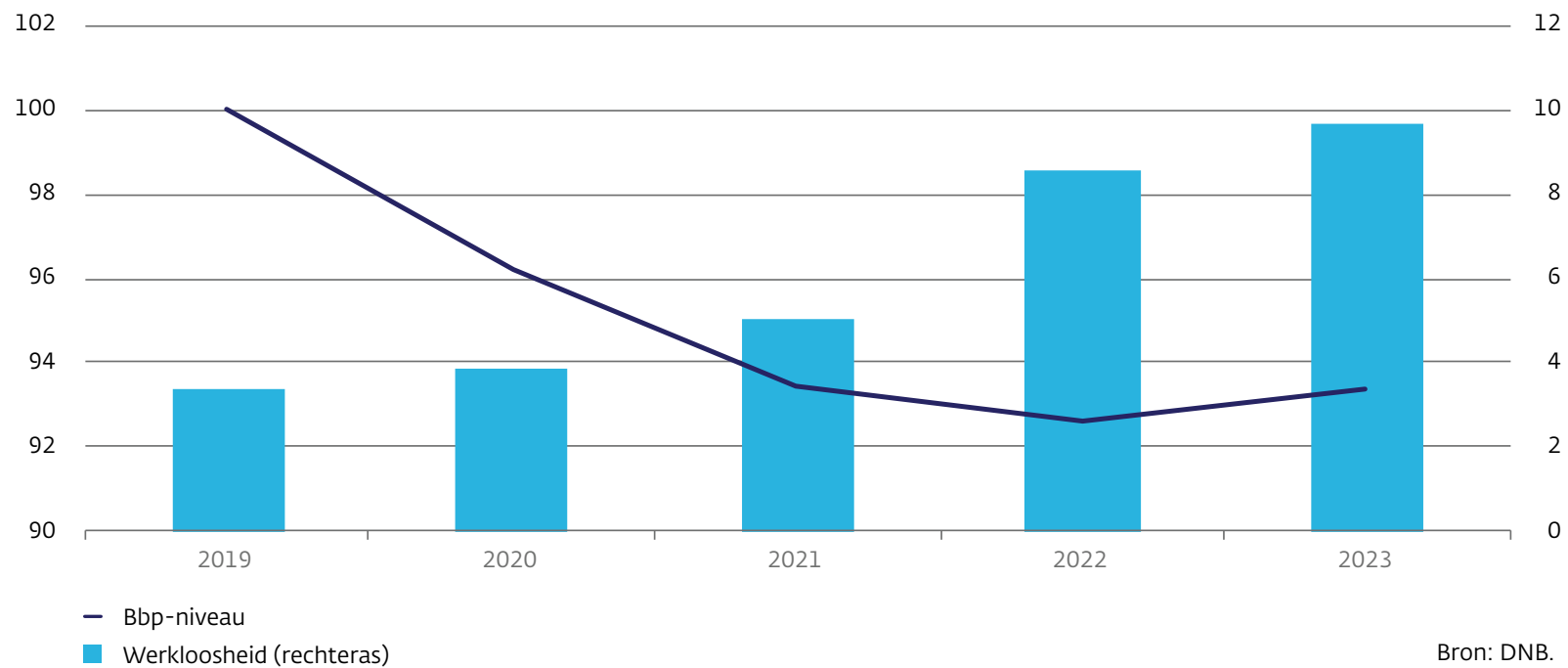
Percentage van nieuwe hypotheek met *loan to income* hoger dan 90% van het maximum



Toelichting: data t/m 2019 is afkomstig uit de Loan Level Data (LLD). Vanaf 2020 is de data op basis van de Residential Real Estate (RRE) dataset. In de gestippelde perioden is de data minder betrouwbaar door een beperkte set van rapporterende instellingen (LLD) of datakwaliteitsproblemen (RRE).

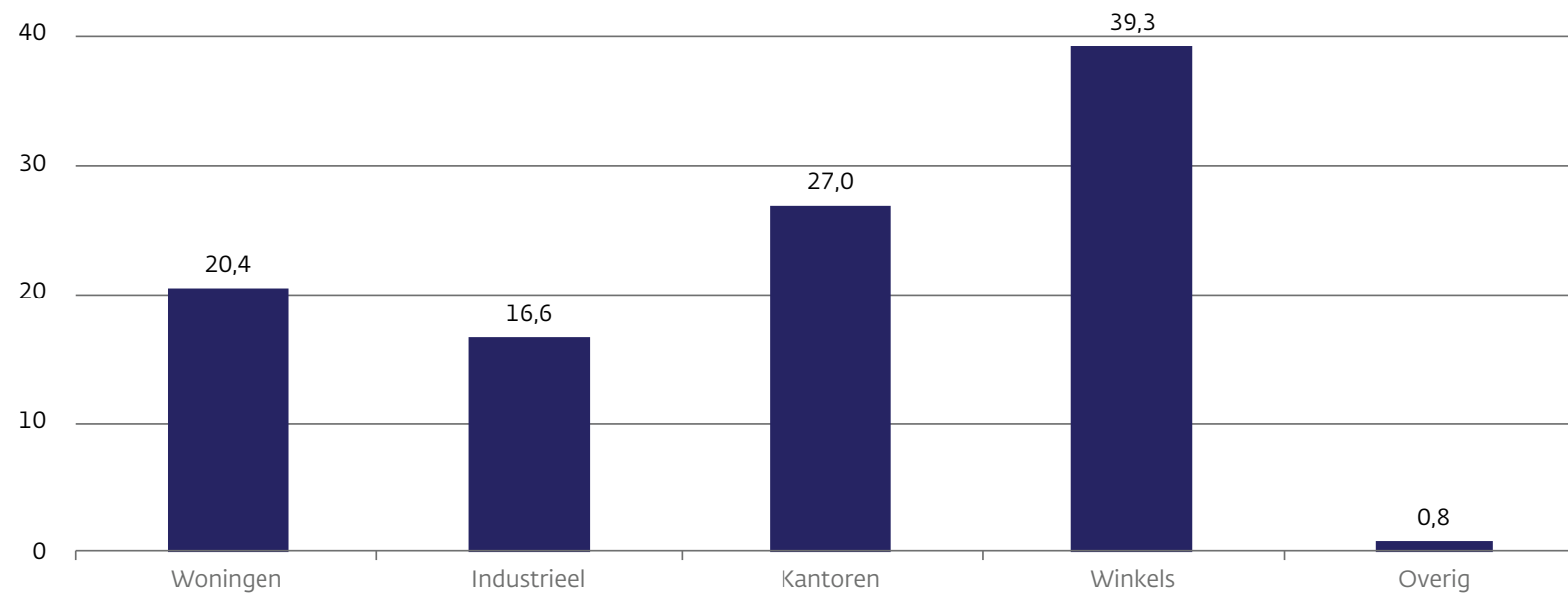
Figuur 11 Bbp-niveau en werkloosheid in stressscenario

Index 2019=100; procenten van de beroepsbevolking



Figuur 12 CRE-schok per segment

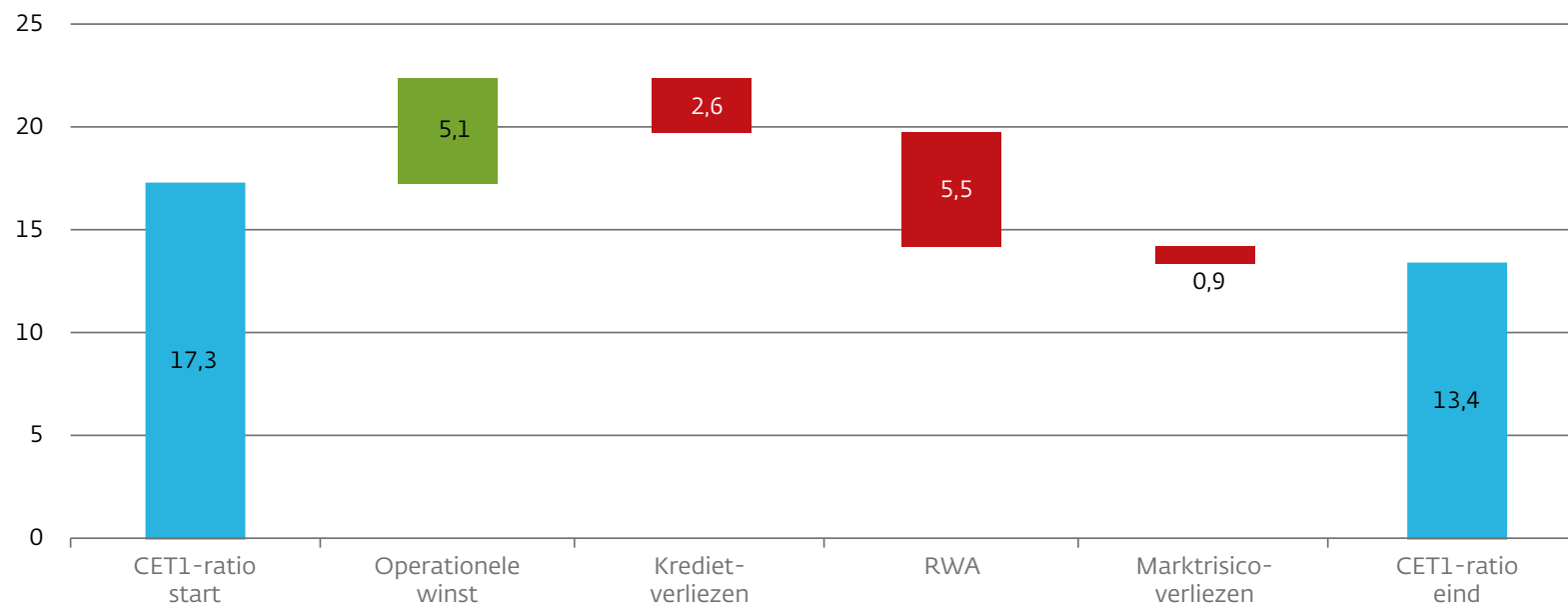
Cumulatieve procentuele prijsdaling



Bron: DNB.

Figuur 13 Impact op banken

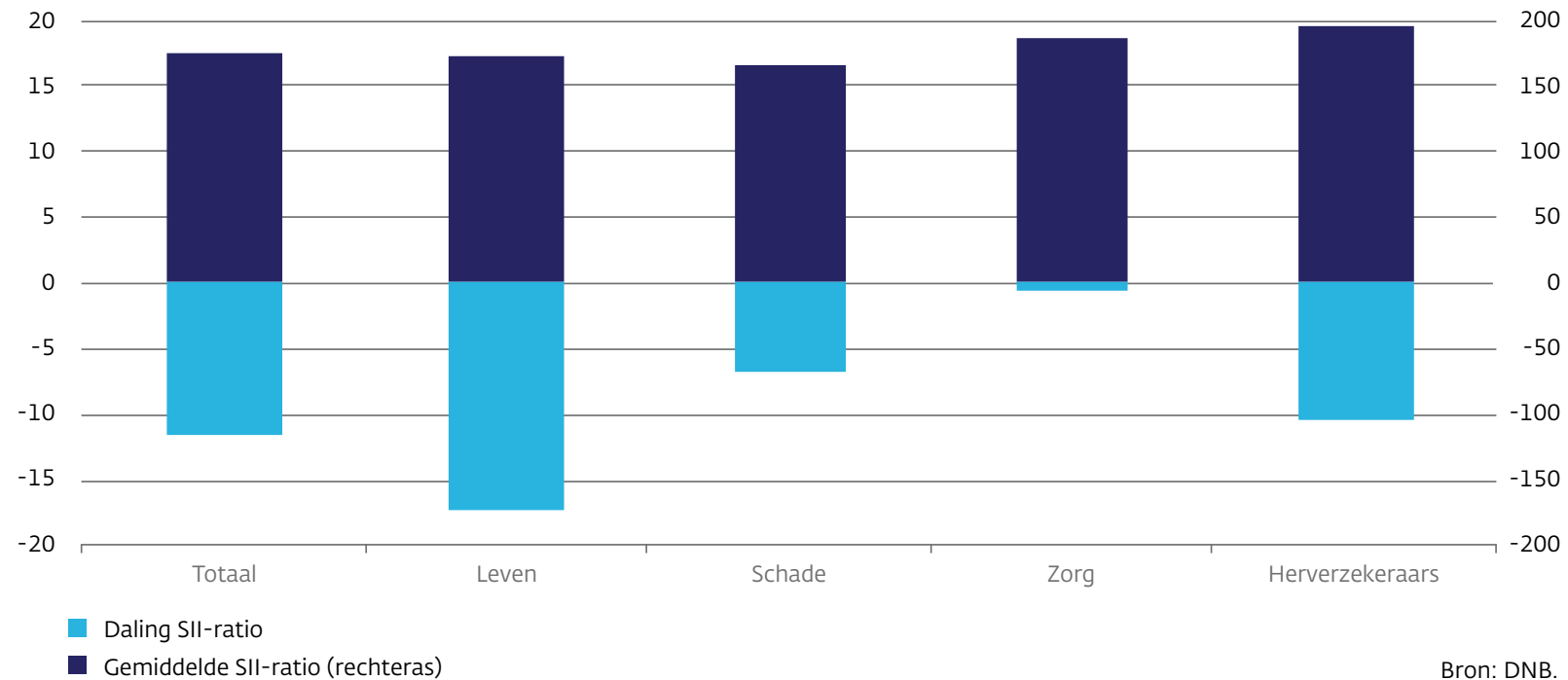
Procenten risicogewogen activa



Bron: DNB.

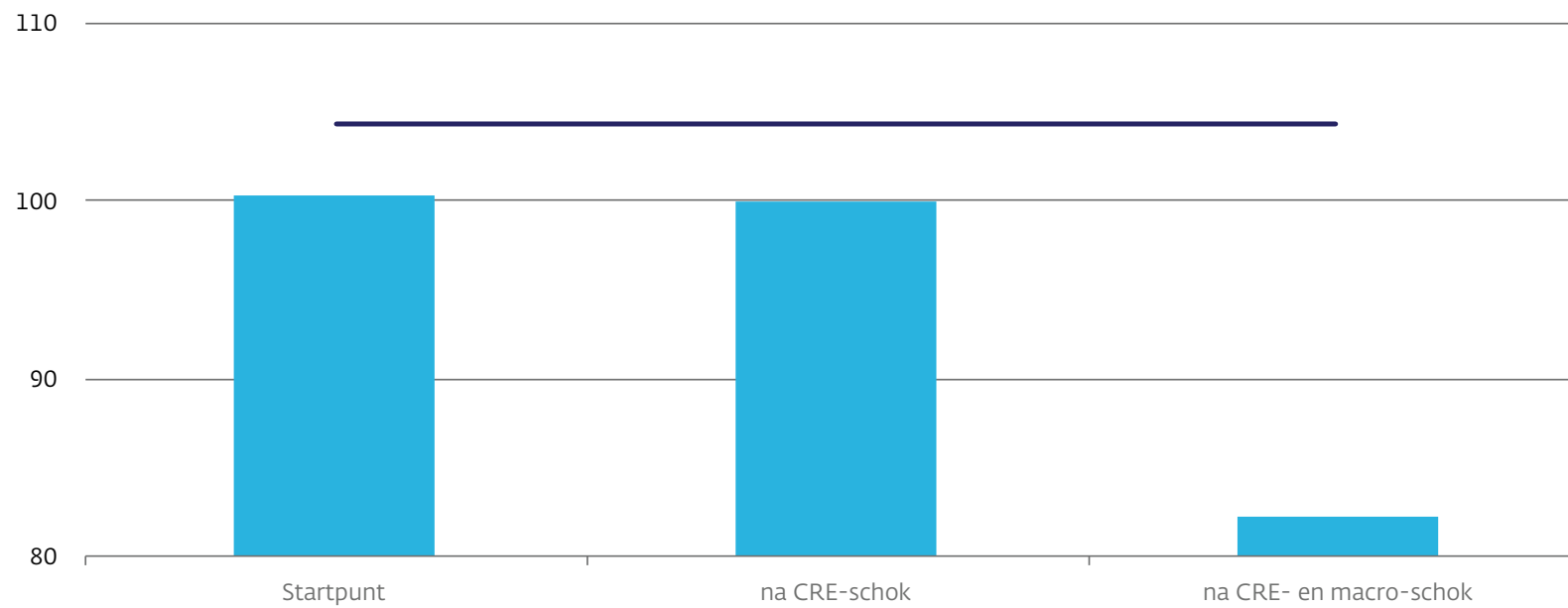
Figuur 14 Impact op verzekeraars

Procentpunten; Procenten solvabiliteitsratio



Figuur 15 Impact op pensioenfondsen

Procenten



■ Dekkingsgraad

— Minimaal vereiste dekkingsgraad

Bron: DNB.

2 Financiële instellingen

2.1 Banken

De Nederlandse banken hebben de economische impact van de coronacrisis vooralsnog goed doorstaan. De kapitaal- en liquiditeitsposities van de banken zijn sinds het uitbreken van de pandemie ruim boven de wettelijke minimumeisen gebleven. De gemiddelde kapitaalratio van de Nederlandse banken is zelfs licht gestegen tot 17,9 procent aan het einde van 2020 (zie figuur 16). Mede door het ruime monetaire beleid van de ECB hielden banken voldoende toegang tot liquiditeit en was de liquiditeitsdekkingsratio (LCR) van de Nederlandse banken 170 procent eind-2020. Ook de terughoudendheid van banken in het uitkeren van dividend – als gevolg van een ECB-aanbeveling die tot 30 september 2021 van kracht is – heeft aan het behoud van de sterke kapitaalspositie van banken bijgedragen.

De huidige weerbaarheid van banken is mede te danken aan de hervormingen van het prudentiële raamwerk sinds de mondiale financiële crisis. Door deze hervormingen hebben banken in de afgelopen tien jaar extra kapitaal- en liquiditeitsbuffers opgebouwd. Zo hebben de Nederlandse grootbanken een systeemrelevantiebuffer van 3 procent moeten opbouwen. Deze buffers beschermen de banken nu voor exogene schokken en onverwachte verliezen,

maar bieden ook extra ruimte om de kredietverlening op peil te houden, juist nu dit voor de economie van belang is. DNB heeft aan het begin van de pandemie de buffervereisten verlaagd, waardoor 5 miljard euro aan extra kapitaal bij de banken beschikbaar kwam. Ook de invoering van een ondergrens voor de risicogewichten van hypotheekleningen werd door DNB uitgesteld (zie verder ook [Prudentieel beleid](#)).

Mede dankzij prudentiële, budgettaire en monetaire maatregelen is de kredietverlening van banken sinds het begin van de coronacrisis op peil gebleven.

De kredietportefeuille van Nederlandse banken bestond eind 2020 voor bijna de helft uit leningen aan huishoudens (waarvan 90 procent hypothecaire leningen) en bleef relatief constant ten opzichte van voor de crisis. Het volume van nieuwe leningen aan Nederlandse niet-financiële bedrijven zakte sinds het najaar van 2020 onder het niveau van voor de crisis, maar is in maart 2021 sterk hersteld (zie figuur 17). De daling in het najaar is mogelijk te verklaren door de aangescherpte kredietvoorwaarden die banken hebben toegepast, waardoor het moeilijker was geworden voor bedrijven om aan de leeneisen te voldoen. Daarnaast speelde mogelijk een rol dat veel bedrijven directe overheidssteun hebben ontvangen en daarom minder behoefte hadden aan bankleningen. Een afname

van de vraag naar krediet hangt ook samen met het feit dat bedrijven investeringen uitstellen als gevolg van de economische onzekerheid. Bij de recente stijging in de uitstaande bedrijfskredieten is volgens de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) de grootste toename in de bedrijfsleningenportefeuille in leningen vanaf één miljoen euro. Deze leningen zijn voornamelijk afkomstig van grote bedrijven. Het MKB lijkt vooralsnog terughoudender in het afsluiten van nieuwe leningen.

Vooralsnog lopen de verliezen van banken op hun leningenportefeuille nauwelijks op. Figuur 18 laat zien dat het aantal niet-presterende leningen (NPL's) van banken niet significant is toegenomen. Het percentage NPL's aan buitenlandse bedrijven waar Nederlandse banken leningen aan hebben verstrekt, nam wel toe. De omvangrijke steunpakketten vanuit de overheid hebben de solvabiliteits- en liquiditeitsproblemen van bedrijven tot nu toe verlicht. In 2020 heeft de Nederlandse overheid 17,6 miljard euro steun verleend ter dekking van loonkosten en vaste lasten (CBS, 2021). Daarnaast is vorig jaar voor 16 miljard euro aan belastinguitstel verleend. Mede door de directe overheidssteun bevindt het aantal faillissementen zich op een historisch laag niveau en hebben bedrijven in Nederland in vergelijking met andere Europese landen relatief weinig gebruik gemaakt van indirecte maat-

regelen zoals moratoria en garanties. Nederlandse banken hebben sinds het begin van de crisis aan ruim 8200 bedrijven voor 3,3 miljard euro financiering met overheidsgarantie verstrekt via verschillende regelingen. Daarnaast hebben 129.000 bedrijven in 2020 een betaalpauze gekregen met een totaal van 3,1 miljard euro (NVB Corona-monitor). Daarbij komt dat de economische schok vooral geconcentreerd is in sectoren waar de banken minder sterk aan zijn blootgesteld (zie figuur 19). De exposure van Nederlandse banken op de sectoren die het meest zijn geraakt – zoals een deel van de detailhandel, vervoer en transport, horeca, cultuur en educatie – bedraagt zo'n 15 tot 20 procent van de totale portefeuille bedrijfskredieten. De verschillen tussen individuele bedrijven binnen sectoren kunnen echter groot zijn, waarbij binnen één sector sommige bedrijven economische gezien juist profiteren van de pandemie en andere verlies leiden.

De onzekerheden ten aanzien van mogelijk toekomstige verliezen op bedrijfsleningen zijn echter groot. De bankbalansen laten sinds het begin van de crisis een kleine verslechtering van de kredietkwaliteit zien (zie figuur 20). Het aandeel leningen met een zogenoemde stage 3-classificatie is stabiel gebleven en bedraagt zo'n 5 procent van de totale leningenportefeuille. Dit zijn leningen waarbij zich verliezen hebben voorgedaan of waar de bank tot het oordeel is gekomen dat de klant niet in staat zal zijn om volledig terug te

betalen. Tegelijkertijd is het aandeel leningen met een stage 2-classificatie toegenomen van 10 naar 15 procent. Dit zijn leningen waarbij nog geen sprake is van een (langdurige) betalingsachterstand, maar wel van een significant verhoogd kredietrisico ten opzichte van het moment van uitgifte. Deze stijging van de stage-2 leningen deed zich vooral direct na het uitbreken van de pandemie voor. Bankleningen hielden op dat moment hun leningen met een meer generieke aanpak tegen het licht. Sindsdien zijn banken bezig om op individueel niveau beter zicht te krijgen op de financiële situatie van bedrijven en een meer specifieke risico-inschatting te maken. Het blijft voor banken echter moeilijk om een goede beoordeling van de kredietwaardigheid van de bedrijven te maken, doordat de steunmaatregelen het zicht op de daadwerkelijke kredietkwaliteit vertroebelen.

Nederlandse banken lijken goed in staat om extra verliezen op te vangen, maar dienen betalingsproblemen tijdig te erkennen en hun voorzieningen hierop aan te passen. Bankleningen hebben gedurende 2020 voor 12,5 miljard euro aan extra voorzieningen opgebouwd. Maar waar banken gedurende het tweede en derde kwartaal gemiddeld voor 4,6 miljard euro aan hun voorzieningen toevoegden, nam in het vierde kwartaal van 2020 de netto toevoeging af tot 850 miljoen euro (zie figuur 21). Bankleningen lijken hiermee al enigszins te anticiperen op een nieuwe fase van de

pandemie, terwijl de verliezen op bedrijfsleningen significant kunnen toenemen als de crisissteunmaatregelen worden afgebouwd (zie Box 3 'Staartrisiko's: alternatieve scenario's met oplopende verliezen in bedrijfsleningenportefeuille'). Bankleningen dienen toenemende betalingsproblemen van klanten tijdig te erkennen. Het is van belang dat zij alle uitstaande leningen, en in het bijzonder waar betalingsuitstel voor is verstrekt, monitoren en beoordelen of de klanten in staat blijven om aan hun verplichtingen te voldoen. Dit brengt operationele uitdagingen voor de banken met zich mee.

Banken houden in hun risicoweging voor hypotheekleningen onvoldoende rekening met het systeemrisico in de woningmarkt. Een belangrijke reden voor DNB om in het najaar van 2019 de invoering van een ondergrens voor de risicogewichten van hypotheekleningen aan te kondigen, was dat de daling van de risicogewichten in de periode 2015-2018 op gespannen voet stond met de toename van systeemrisico's in de huizenmarkt in diezelfde periode. Sindsdien is deze discrepantie alleen maar toegenomen. De door banken gehanteerde risicogewichten voor hypothecaire leningen zijn verder gedaald, mede door de stijgende waarde van het onderpand. Tegelijkertijd is het systeemrisico in de woningmarkt juist verder toegenomen, door steeds sneller stijgende huizenprijzen en meer risicovol gedrag (zie verder Prudentieel beleid).

Tegelijkertijd houdt de druk op de winstgevendheid en het bedrijfsmodel van banken aan. De lage rente blijft het verdienmodel onder druk zetten, doordat banken maar beperkt kunnen verdienen aan de marge tussen de rente op deposito's versus nieuwe leningen.

De toename in spaargelden sinds het begin van de coronacrisis heeft deze druk vergroot. Een aantal grootbanken heeft in reactie daarop een drempelwaarde voor spaargelden ingesteld waarboven klanten een negatieve rente (van -0,5 procent) betalen. Medio april

hebben de banken aangekondigd deze drempelwaarde te verlagen. De impact van de negatieve rentes wordt deels verzacht doordat het negatieve stallingstarief (depositorente) momenteel niet geldt voor een deel van de reserves die banken bij de centrale bank aanhouden.

Box 3 Staartrisico's: alternatieve scenario's met oplopende verliezen in bedrijfsleningenportefeuille

Marco van Hengel, Francesco Caloia, Michiel Tukker, Carsten Folkertsma

De vooruitzichten voor het bedrijfsleven zijn met onzekerheid omgegeven. Als de crisissteunmaatregelen worden afgebouwd, moet blijken in hoeverre bedrijven zonder overheidssteun aan hun betalingsverplichtingen kunnen blijven voldoen. Veel bedrijven zullen hun activiteiten weer grotendeels normaal kunnen hervatten. De verwachting is echter ook dat sommige bedrijven na de crisis niet meer levensvatbaar is en het aantal faillissementen zal oplopen.

Nederlandse banken lijken op dit moment goed in staat om toekomstige verliezen op bedrijfsleningen op te vangen. De totale exposure op leningen aan binnenlandse en buitenlandse bedrijven bedraagt 550 miljard euro. Het aandeel hiervan dat banken als niet-presterend hebben aangemerkt, is afgelopen jaar beperkt toegenomen tot 26,4 miljard euro. Tegelijkertijd hebben banken in anticipatie op mogelijke verliezen wel al het niveau van hun voorzieningen voor specifiek leningen aan niet-financiële bedrijven relatief sterk

verhoogd met 2,5 miljard euro tot 11,4 miljard euro. Op basis van de risicomodellen van de banken en het verwachte economische herstel lijkt dit voorsnog voldoende om de gevolgen van toenemende faillissementen op te vangen. Omdat banken afgelopen jaar al extra voorzieningen hebben genomen, zou zich zelfs een vrijval (winst) kunnen voordoen als het aandeel niet-presterende leningen gelijk blijft. Het lijkt echter aannemelijk dat de NPL's zullen oplopen.

Om een inschatting te kunnen maken van staartrisico's, hebben we berekeningen gemaakt van alternatieve scenario's. Het doel is om enig inzicht te krijgen in de omvang van de mogelijke impact. Het betreft dus geen raming van de feitelijk verwachte ontwikkeling. Het is ook geen volwaardige stresstest. We doen enkele vereenvoudigde aannames ten aanzien van een oploep van het aandeel niet-presterende leningen (NPL's) om beter zicht te krijgen op de mogelijke omvang.

Tabel 1

	A. NPL-schok	B. Langzaam herstel	C. Faillissementsgolf	D. Economische herschikking
NPL-groefactor t.o.v. Q4 2020 (gemiddeld)	1,33x	1,5x	1,8x	1,8x
Loss-given-default multiplier	1x	1x	1x	1,2x
NPL-ratio (berekend)	6,4%	7,2%	8,6%	8,6%
Extra afschrijvingen (impairments)	1,4 miljard	3,0 miljard	5,9 miljard	8,9 miljard



Daarnaast maken we een onderscheid in sectoren.

Ongeveer 100 miljard euro van de totale exposure aan bedrijfsleningen heeft betrekking op sectoren die relatief kwetsbaar zijn als gevolg van de coronacrisis. Tabel 1 geeft een indicatie van de uitkomsten.

Afhankelijk van de aannames dienen banken voor 1,4 tot 8,9 miljard euro aan extra voorzieningen te treffen. Als door de recessie het aantal faillissementen toeneemt, dan kan dit op basis van inzichten uit eerdere economische cycli en aanvullende berekeningen tot een additionele oploop van het aandeel NPL's leiden met gemiddeld 33%. De extra benodigde voorzieningen

bovenop het huidige niveau, zouden dan zo'n 1,4 miljard euro bedragen. Als daarnaast wordt verondersteld dat het herstel langer duurt dan verwacht en het aantal NPL's nog hoger zou komen te liggen (scenario B), dan kunnen de extra verliezen oplopen tot 3,0 miljard euro. Als we dan ook nog eens veronderstellen dat de problemen zich breder verspreiden over alle sectoren, dan neemt het verlies verder toe tot 5,9 miljard euro. Tot slot is nog gekeken naar een scenario waarbij ook de gemiddelde omvang van het verlies toeneemt met 20% (scenario D). In dat geval zouden de voorzieningen met 8,9 miljard euro moeten toenemen.

Deze berekeningen laten zien dat bij tegenvallers in het economisch herstel de omvang van verliezen op bedrijfsleningen sterk kan toenemen. Tegelijkertijd is de omvang dusdanig dat banken nog steeds in staat zouden moeten zijn om deze verliezen goed op te vangen vanuit lopende winsten en de beschikbare kapitaalpositie en buffers. Dit neemt niet weg dat het belangrijk blijft om de ontwikkelingen goed te blijven volgen. Vanwege de aard van de crisis zijn de gevolgen voor bedrijven en de berekeningen van kredietrisico's namelijk met meer onzekerheid omgeven dan normaal.

2.2 Verzekeraars

De directe impact van de coronacrisis op verzekeraars is tot nu toe beperkt, maar de langdurig lage rente zet het verdienmodel steeds meer onder druk.

De wettelijke kapitaalpositie van Nederlandse verzekeraars is ruim boven de vereisten, met een gemiddelde solvabiliteitsratio van 191 procent voor levensverzekeraars en 174 procent voor schadeverzekeraars, en nauwelijks veranderd gedurende de coronacrisis (zie figuur 22). Verzekeraars worden wel indirect geraakt door de gevolgen van de pandemie. Zo kan de marktwaarde van de beleggingen in bedrijfsobligaties worden geraakt door toenemende proble-

men in de bedrijvensector (zie [Box 3 'Staartrisiko's: alternatieve scenario's met oplopende verliezen in bedrijfsleningenportefeuille'](#)) en kunnen blootstellingen op commercieel vastgoed de financiële positie negatief beïnvloeden (zie [Box 2 'Commercieel vastgoed: een geactualiseerde pandemiestresstest voor de Nederlandse financiële sector'](#)). Het is echter vooral de langdurig lage rente die de financiële positie en het traditionele bedrijfsmodel van verzekeraars onder druk zet. Voor verzekeraars is het alleen bij een relatief hoge verzekeringspremie nog winstgevend om nieuwe levensverzekeringen te verkopen. Door fiscale aanpassingen zijn deze producten voor klanten steeds minder aantrekkelijk geworden en zijn er de afgelopen

jaren weinig levensverzekeringen afgesloten. Met kostenbesparingen, consolidatie en het versoberen van producten is voortgang geboekt om de sector toekomstbestendiger te maken, maar de kwetsbaarheid voor de lage rente blijft groot. Aanvullende maatregelen, zoals verdere kostenbesparingen, productinnovaties en premieverhogingen, kunnen helpen om de druk op het verdienmodel verder te verlichten, maar kunnen die druk niet volledig wegnemen. EIOPA voert dit jaar een stresstest uit onder Europese verzekeringsgroepen, om een actueel beeld te vormen van de kwetsbaarheden in de verzekeringssector.



Op den duur ontstaat het risico dat levens- en natura-uitvaartverzekeraars hun verplichtingen niet kunnen nakomen en in het verleden afgegeven (rendements)garanties niet kunnen waarmaken.

Veel verzekeraars hebben in het verleden veel langlopende garanties afgegeven en in een langdurig lage rente omgeving bestaat het risico dat verzekeraars deze garanties niet waar kunnen maken omdat hun verdien capaciteit ontoereikend blijkt. Enerzijds komt dit doordat verzekeraars langlopende verplichtingen waarden op basis van rentes die aanzienlijk hoger zijn dan de huidige markrentes. Door toepassing van de *Ultimate Forward Rate* en de *Volatility Adjustment* ontstaat er een te optimistisch beeld van de verplichtingen. Anderzijds maakt het gebrek aan nieuwe productie de verdien capaciteit afhankelijker van (onzekere) beleggingsrendementen. Zonder (voldoende) rendement boven de risicovrije marktrente zien levensverzekeraars hun Solvency II eigen vermogen jaarlijks afnemen. Het UFR-effect komt daarbij met vertraging tot uitdrukking in de wettelijke solvabiliteitsratio, omdat de verplichtingen aan polishouders geleidelijk dichterbij komen. Om hun kapitaalbuffers op peil te houden, moeten verzekeraars daarom het UFR-effect terugverdienen, maar dat is bij lage (of negatieve) rentes moeilijk.

In de herziening van Solvency II kunnen belangrijke verbeteringen in het wettelijk kader voor verzekeraars worden gerealiseerd, waaronder de introductie van macroprudentieel beleid. EIOPA heeft eind 2020 een advies gepubliceerd met voorstellen om Solvency II aan te passen. De Europese Commissie werkt momenteel aan een voorstel, waarna de onderhandelingen in de Europese triloog, met daarin ook het Parlement en de Raad, beginnen. DNB steunt het advies van EIOPA en is van mening dat de meeste voorstellen het wettelijk kader verbeteren. Zo is het belangrijk om in de review te komen tot een meer realistische weergave van de financiële positie van verzekeraars, door middel van een aanpassing in de rentecurve om verplichtingen te waarden. Daarnaast heeft EIOPA voorstellen gedaan om macroprudentiële elementen in het raamwerk op te nemen. DNB is voorstander van een dergelijk macroprudentieel raamwerk voor verzekeraars, zodat autoriteiten over de nodige instrumenten beschikken om systeemrisico's in de verzekeringssector te adresseren. Het advies van EIOPA omvat instrumenten die gericht zijn op zowel het beter identificeren en monitoren van systeemrisico's, als het beperken daarvan.

2.3 Pensioenfondsen

Dekkingsgraden zijn in 2021 fors gestegen, maar de financiële positie van pensioenfondsen blijft kwetsbaar. Door de stijging van de lange rente en aandelenprijzen (zie *Financiële markten*) is de dekkingsgraad van de pensioensector als geheel gestegen van 100 procent ultimo december 2020 naar 109 procent eind april (zie *figuur 23*). Daarmee is de dekkingsgraad gemiddeld op het niveau van het minimaal vereist eigen vermogen (MVEV), maar kwetsbaarheden blijven. Eventuele correcties op financiële markten, vooral als die niet gepaard gaan met een stijging in de rente, kan de financiële positie van pensioenfondsen hard raken (zie ook *Box 2: 'Commercieel vastgoed: een geactualiseerde pandemiesterstest voor de Nederlandse financiële sector'*). Vooruitblikkend leidt ook de stapsgewijze aanpassing van de *Ultimate Forward Rate* (UFR) tot een neerwaartse druk op de dekkingsgraden. De eerste van vier jaarlijkse stappen tot aanpassing van de UFR had per 1 januari een negatief effect op de dekkingsgraad van -1,5 procentpunt. Met de stapsgewijze invoering zal het advies van de Commissie Parameters begin 2024 volledig zijn geïmplementeerd.

De lage rente zorgt voor een hoge kostprijs voor kapitaalgedekte pensioenen. In een lage rente omgeving zijn de verwachte rendementen op beleggingen laag (zie ook *Box 1 'Search for yield tijdens*

de coronapandemie"). Daarbij zijn de kwetsbaarheden van het huidige stelsel, met toezeggingen voor uitkeringen in de verre toekomst, in de afgelopen jaren steeds meer blootgelegd. De lage rente maakt het financieren van kapitaalgedekte pensioenen ook fors duurder. Mede hierdoor zijn de verwachtingen van deelnemers over een zeker en waardevast pensioen in de afgelopen jaren niet waargemaakt.

Het pensioenakkoord biedt perspectief op een toekomstbestendiger stelsel. Het nieuwe pensioenstelsel vermindert spanningen tussen generaties, sluit beter aan op de veranderde arbeidsmarkt en behoudt de sterke onderdelen van het huidige stelsel, zoals de collectieve uitvoering en de verplichtstelling. In het nieuwe stelsel doen pensioenfondsen geen toezegging meer over de hoogte van het pensioen. Hoewel deelnemers daar nog steeds een bepaalde verwachting over zullen hebben, wordt het vertrouwen in het stelsel niet meteen aangetast bij tegenvallende ontwikkelingen. Bovendien vervalt hiermee de noodzaak voor een rekenrente om pensioenaanspraken te waarderen, die in het huidige stelsel een belangrijke bron van spanning tussen generaties vormt. In het nieuwe stelsel stemmen pensioenfondsen het beleggingsbeleid af op de risicohoudingen van de verschillende generaties, waardoor de beleggingsrisico's waar deelnemers aan blootstaan beter aansluiten bij de risico's die zij willen en kunnen dragen. Door het afschaffen van de doorsnee-

premiesystematiek sluit het nieuwe stelsel beter aan op de veranderde arbeidsmarkt. Om de voordelen van het nieuwe stelsel te verzilveren, is het belangrijk om de gemaakte afspraken de komende tijd zorgvuldig en voortvarend te implementeren. In het kader van zorgvuldige implementatie heeft de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid medio mei de Tweede Kamer geïnformeerd inwerkingtreding van de nieuwe wetgeving te voorzien per 1 januari 2023 in plaats van per 1 januari 2022. Voor een voortvarende implementatie is van belang dat betrokken partijen zich inspannen om tempo te blijven maken bij de uitwerking van de wetgeving en dat voorbereidende werkzaamheden voor de overgang zoveel als mogelijk doorgang blijven vinden.

De overgang naar het nieuwe stelsel is de komende jaren een omvangrijk en complex proces. De nog steeds kwetsbare financiële positie van pensioenfondsen maakt de overgang naar het nieuwe stelsel bovendien extra uitdagend. Eventuele tekorten zullen voor de overgang geabsorbeerd moeten worden. Daarnaast beperkt een lage dekkingsgraad de compensatiemogelijkheid vanuit het fondsvermogen voor de effecten van het afschaffen van de doorsneepremiesystematiek. Voor het vertrouwen in het pensioenstelsel is het in ieder geval belangrijk dat er evenwichtige en transparante besluitvorming en communicatie plaatsvindt over de effecten van de transitie en van de daaraan voorafgaande overgangsfase op de pensioenen van de deelnemers. Een beheerste

overgang vereist daarnaast dat fondsbesturen de operationele gevolgen van de transitie adequaat in kaart brengen en beheersen. Een beheerste overgang vereist daarnaast dat fondsbesturen de operationele gevolgen van de transitie adequaat in kaart brengen en beheersen.

Ook na de pensioenhervorming blijft de kostprijs van pensioen hoog, wanneer de rente laag blijft.

Het pensioenakkoord zet betekenisvolle stappen richting een toekomstbestendiger pensioencontract. Tegelijkertijd biedt het géén oplossing voor de hoge kostprijs van pensioenvoorzieningen, wanneer de lage rente aanhoudt. De hoogte van het pensioen blijft immers primair afhangen van de inleg en het behaalde beleggingsrendement.

2.4 Overige financiële instellingen

Niet-bancaire financiële intermediatie (NBFI) speelt een steeds belangrijkere rol in het financiële systeem.

NBFI is een gangbare verzamelnaam voor financiële instellingen die geen bank zijn en geen toegang tot de centrale bank noodloketten hebben. Deze instellingen zijn niet aan vergelijkbare regelgeving onderhevig als banken, maar ondernemen wel activiteiten die van oudsher door banken worden uitgevoerd. NBFI omvat bijvoorbeeld verzekeraars of pensioenfondsen, maar ook beleggingsfondsen, andere financieringsmaatschappijen, effecten- en derivatenhandelaren en securitisatie-

vehikels. Wereldwijd is de rol van NBFI fors toegenomen in de afgelopen decennia. Inmiddels beslaat NBFI wereldwijd bijna 50 procent van het financiële systeem, ten opzichte van 42 procent in 2008 (FSB, 2020).

In de beginfase van de coronacrisis zijn kwetsbaarheden in de niet-bancaire financiële intermediatie blootgelegd. De sterke vraag naar cash in maart vorig

jaar zorgde ervoor dat professionele partijen massaal hun beleggingen in bepaalde geldmarktfondsen wilden verkopen. Ook andere beleggingsfondsen werden getroffen door een grote uitstroom, die de neerwaartse aanpassing op financiële markten op dat moment versterkte. De FSB en de ESRB hadden voorafgaand aan de coronacrisis al gewaarschuwd voor deze risico's. Door de omvangrijke monetaire beleidsreactie zijn de

liquiditeitsproblemen weggenomen, maar hiermee is geen structurele oplossing voor de kwetsbaarheden in de NBFI-sector geboden. Box 4 gaat dieper in op de rol van niet-bancaire financiële intermediatie en de noodzaak om macroprudentieel beleid te ontwikkelen.

Box 4 De rol van niet-bancaire financiële intermediatie en de noodzaak voor macroprudentieel beleid

Emme van den Boom en Jeroen Huiting

Een stabiele en goed ontwikkelde niet bancaire-sector kan een duurzame bijdrage leveren aan de economie en de stabiliteit van het financiële systeem. NBFI biedt middels marktfinanciering een welkom alternatief financieringskanaal waardoor de schokbestendigheid van kredietverlening wordt vergroot. Door deze diversificatie wordt het financieel systeem minder afhankelijk van banken. Dit is in lijn met een van de beoogde doelstellingen van de kapitaalmarkt unie (KMU). Daarnaast kunnen beleggingsfondsen een beter renderend alternatief zijn voor spaartegoeden.

Een grotere rol voor NBFI kan tegelijkertijd ook het risico op onevenwichtigheden vergroten. De FSB maakt onderscheid tussen een brede definitie van NBFI,

waaronder alle financiële instellingen die geen bank zijn vallen, en een enge definitie, die toeziet op de potentieel risicovolle activiteiten. Te denken valt bijvoorbeeld aan liquiditeit- en looptijdtransformatie. In Nederland bestaat deze categorie hoofdzakelijk uit beleggingsfondsen (zie *figuur 24*). Door het steeds groter wordende belang van NBFI kunnen schokken binnen deze sector de reële economie raken, bijvoorbeeld wanneer kredietverlening door NBFI onder druk komt te staan. Ook kan de verwevenheid van deze instellingen onderling en met het bankwezen ertoe leiden dat markt- en liquiditeitstress snel overslaat. Daarbij maakt de sterke internationale verwevenheid dat Nederlandse instellingen vatbaar zijn voor grensoverschrijdende risico's van NBFI.

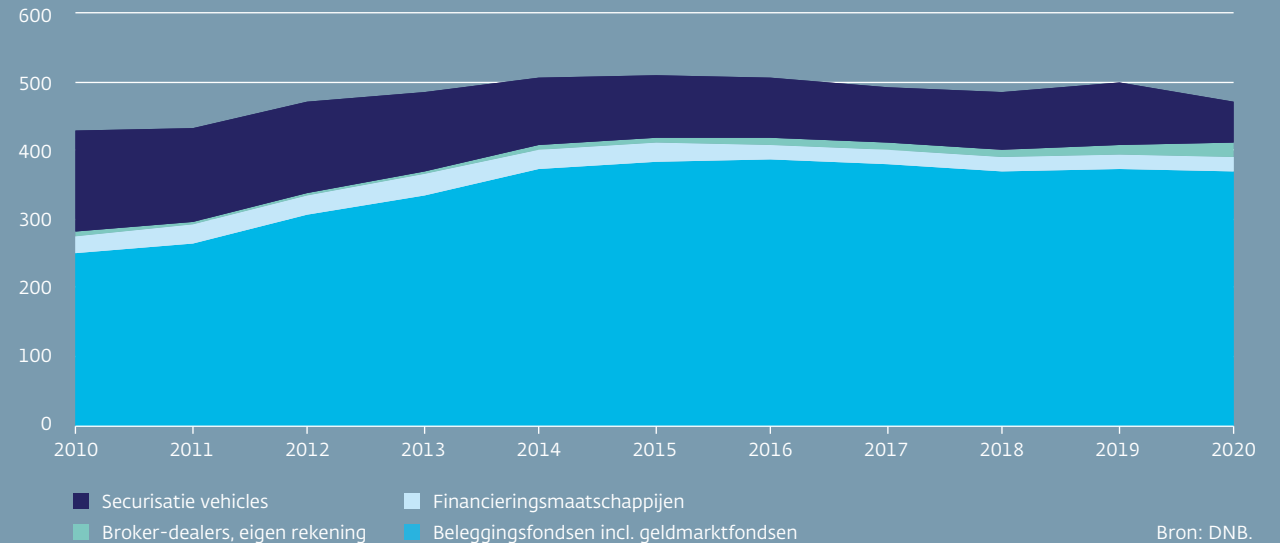
De spanning op financiële markten in het voorjaar van 2020 leidde tot grote uitstroom uit beleggingsfondsen en grote volatiliteit op markten. Het markt-sentiment sloeg om als gevolg van zorgen over de coronapandemie met als gevolg een sterke behoefte aan liquide middelen. Snel stijgende margeverplichtingen op derivatenposities droegen bij aan de '*dash for cash*', waarbij beleggers zich genooddaakt zagen om hun investeringen te liquideren. Europese geldmarktfondsen zagen voor 40 miljard euro aan onttrekkingen tussen februari en april 2020, grotendeels als gevolg van margeverplichtingen. Naar schatting ruim een derde van deze onttrekkingen kwam voor rekening van Nederlandse pensioenfondsen (ECB, 2020). Ook open-einde fondsen zagen een grote uitstroom. Zo zagen *high yield corporate bond funds* onttrekkingen tot 10 procent

van de door hun beheerde activa in deze periode (ESRB, 2020). Hierdoor zagen sommige beleggingsfondsen zich genooddaakt hun posities versneld te liquideren tegen snel dalende prijzen (een *fire sale*), om aan hun verplichtingen te kunnen voldoen en liquiditeitsbuffers te herstellen (ESRB, 2020 en Bank of England, 2020). Dit had een procyclische werking; de prijs-implicaties van *fire sales* gaven investeerders juist aanleiding om nog meer te onttrekken op korte termijn. Bovendien leidde de toegenomen volatiliteit opnieuw tot hogere margeverplichtingen.

De uitstroom werd versterkt door de inherente kwetsbaarheden in de structuur van beleggingsfondsen. In een neerwaartse markt blijken beleggingen in open-einde fondsen soms minder liquide dan verwacht, terwijl de mogelijkheid bestaat om op korte termijn investeringen te onttrekken. Een fonds kan dan liquidity management tools inzetten ten behoeve van liquiditeitsbeheer, zoals het opschorten van onttrekkingen. Dit betekent dat beleggers niet langer bij hun investering kunnen. De dreiging van het inzetten van deze instrumenten zorgde echter voor een *first mover advantage*, waarbij investeerders zich in hogere mate terugtrokken uit (geldmarkt)fondsen waar het opschorten van onttrekkingen tot de mogelijke instrumenten behoort (Cipriani en La Spada, 2020).

Figuur 24 Samenstelling Nederlandse NBFI-sector

Miljarden euro



Als gevolg van sterk verminderde marktliquiditeit grepen centrale banken in om het marktfunctioneren te herstellen. Het opdrogen van de liquiditeit op markten voor kortlopende schulden en marktfinanciering had ook implicaties voor Nederlandse banken en andere financiële instellingen. Uiteindelijk moesten centrale banken eraan te pas komen om het marktfunctioneren te herstellen, in veel gevallen middels het opkopen van activa en het opzetten van faciliteiten voor liquiditeit.

Centrale bank interventies vormen geen structurele oplossing voor de kwetsbaarheden in de NBFI. In een stabiele niet-bancaire sector zou de kans op centrale bank interventie minimaal moeten zijn. Hoewel de omvang van de niet-bancaire sector, in combinatie met de genoemde inherente kwetsbaarheden, interventie door onder meer de ECB noodzakelijk maakt, kan dit op den duur het functioneren van markten ondermijnen en juist risicovol gedrag uitlokken (*moral hazard*).



Internationaal draagt DNB bij aan werk van de ESRB en de FSB om de kwetsbaarheden binnen NBFI te adresseren.

In november 2020 publiceerde de FSB de *FSB holistic review of the March market turmoil*. Hierin wordt onderschreven dat door de toegenomen rol van NBFI, ook de noodzaak groeit om de weerbaarheid van de sector tegen schokken te vergroten. Ook moet verbeterde data kwaliteit het monitoren van risico's binnen NBFI vergemakkelijken.

Het ontwikkelen van macroprudentieel beleid voor NBFI is noodzakelijk. Voorbeelden van maatregelen die de sector weerbaarder kunnen maken in tijden van stress zijn het beperken van de liquiditeitsmismatch, dan wel het *first mover advantage*. Dit type hervormingen

waarborgt toegang tot liquiditeit in tijden van stress, maar neemt prikkels weg om als eerste geld te onttrekken. Dat kan bijvoorbeeld door het instellen van zogenoemde *swing* factoren, waarbij de waarde van onttrekkingen wordt verminderd met de vermoedelijke kosten van onttrekking, in combinatie met meer liquide beleggingen. Dit is in het bijzonder relevant voor geldmarktfondsen en (een deel van) de open-einde fondsen. In de op handen zijnde herziening van de *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD) en de *Money Market Fund Regulation* (MMFR) zou het vergroten van de weerbaarheid van de sector ten aanzien van collectieve onttrekkingen aan bod moeten komen. Daarnaast is het belangrijk om liquiditeitsrisico's van *margin* vragers in tijden van stress verder te

verminderen, onderzoek te doen naar de oorzaken van hoge *margin calls* en de procyclische werking van *margin calls* in het systeem te reduceren.

Risico-sensitiever en geharmoniseerd micro-prudentieel beleid draagt ook bij aan de weerbaarheid van NBFI. Zo kan het zicht op de prudentiële risico's verbeteren door een instellingsspecifieke prudentiële toetsing- en evaluatie te introduceren voor de grootste fondsbeheerders (*supervisory review and evaluation process, SREP*). Ook moet er gekeken worden op welke punten de verschillende regelgevende kaders geharmoniseerd moeten worden om hiaten in de regelgeving te dichten.



Figuren

Kapitalisatie Nederlandse
banken blijft op peil
[Bekijk figuur 16 →](#)

Nederlandse banken
beperkt blootgesteld aan
meest geraakte sectoren
[Bekijk figuur 19 →](#)

Uitstaande leningen van
banken aan Nederlandse
niet-financiële bedrijven
[Bekijk figuur 17 →](#)

Kredietkwaliteit
bedrijfsleningen van
Nederlandse banken
verslechterd
[Bekijk figuur 20 →](#)

NPL-ratio's Nederlandse
banken nemen vooral toe bij
buitenlandse bedrijfsleningen
[Bekijk figuur 18 →](#)

Nederlandse banken
voegen miljarden toe
aan voorzieningen
[Bekijk figuur 21 →](#)



Figuren

Wettelijke solvabiliteit
verzekeraars stabiel
[Bekijk figuur 22 →](#)

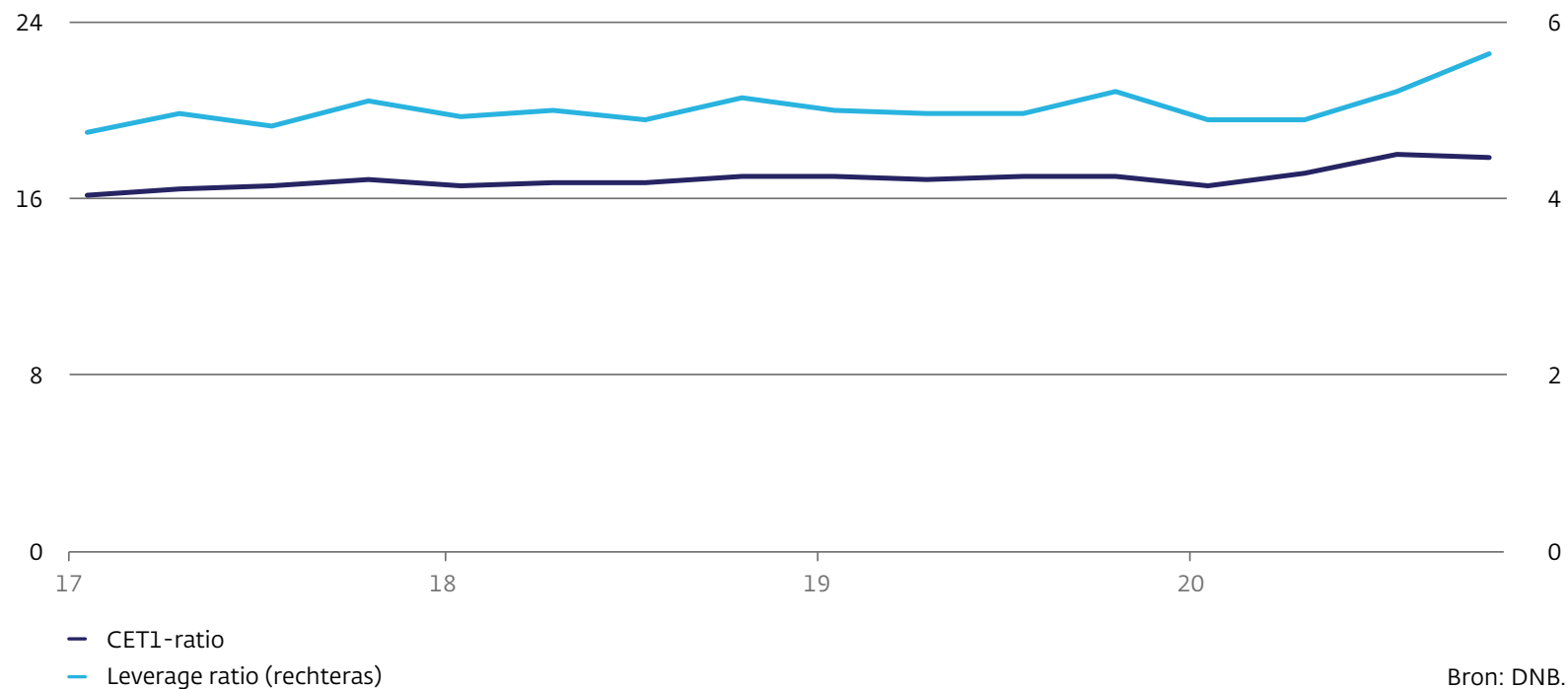
Samenstelling Nederlandse
NBFI-sector
[Bekijk figuur 24 →](#)

Dekkingsgraden
tonen herstel
[Bekijk figuur 23 →](#)



Figuur 16 Kapitalisatie Nederlandse banken blijft op peil

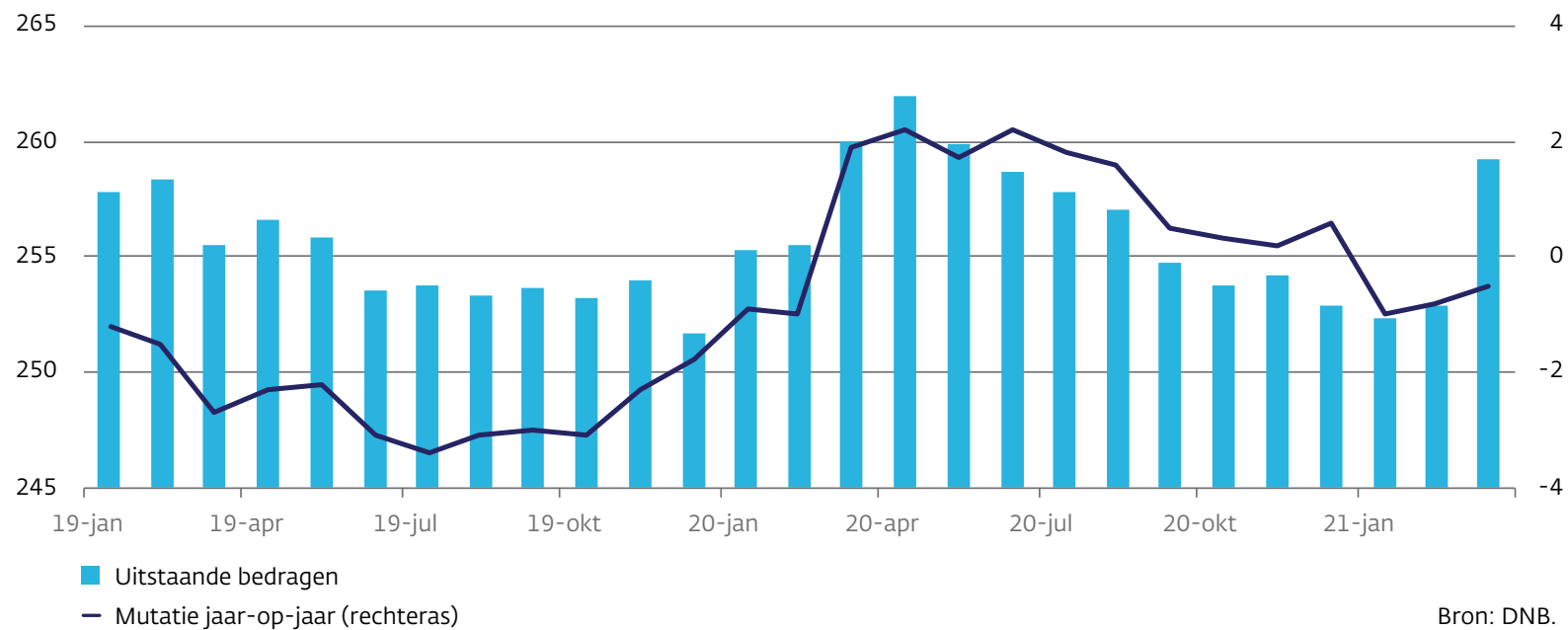
Procenten



Bron: DNB.

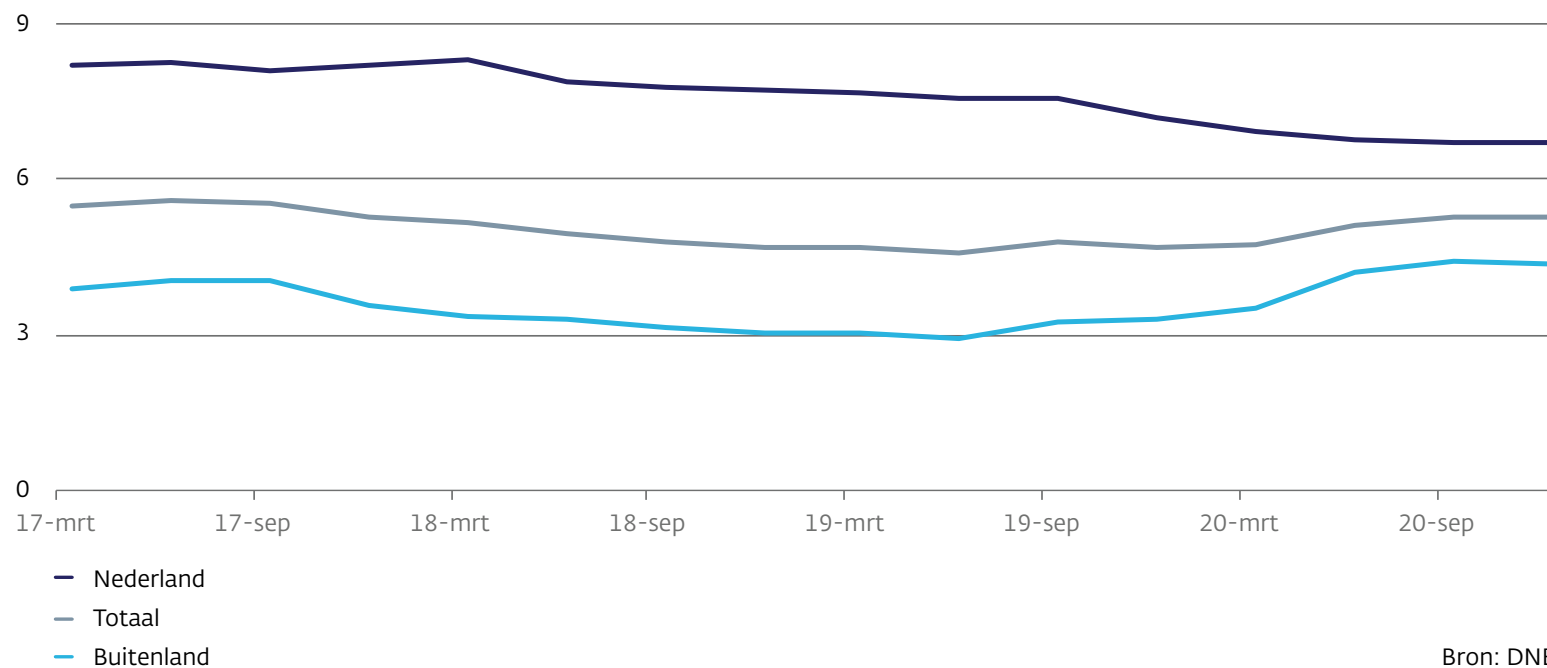
Figuur 17 Uitstaande leningen van banken aan Nederlandse niet-financiële bedrijven

Omvang van bedrijfsleningen in miljarden euro; percentage jaar-op-jaar groei



Figuur 18 NPL-ratio's Nederlandse banken nemen vooral toe bij buitenlandse bedrijfsleningen

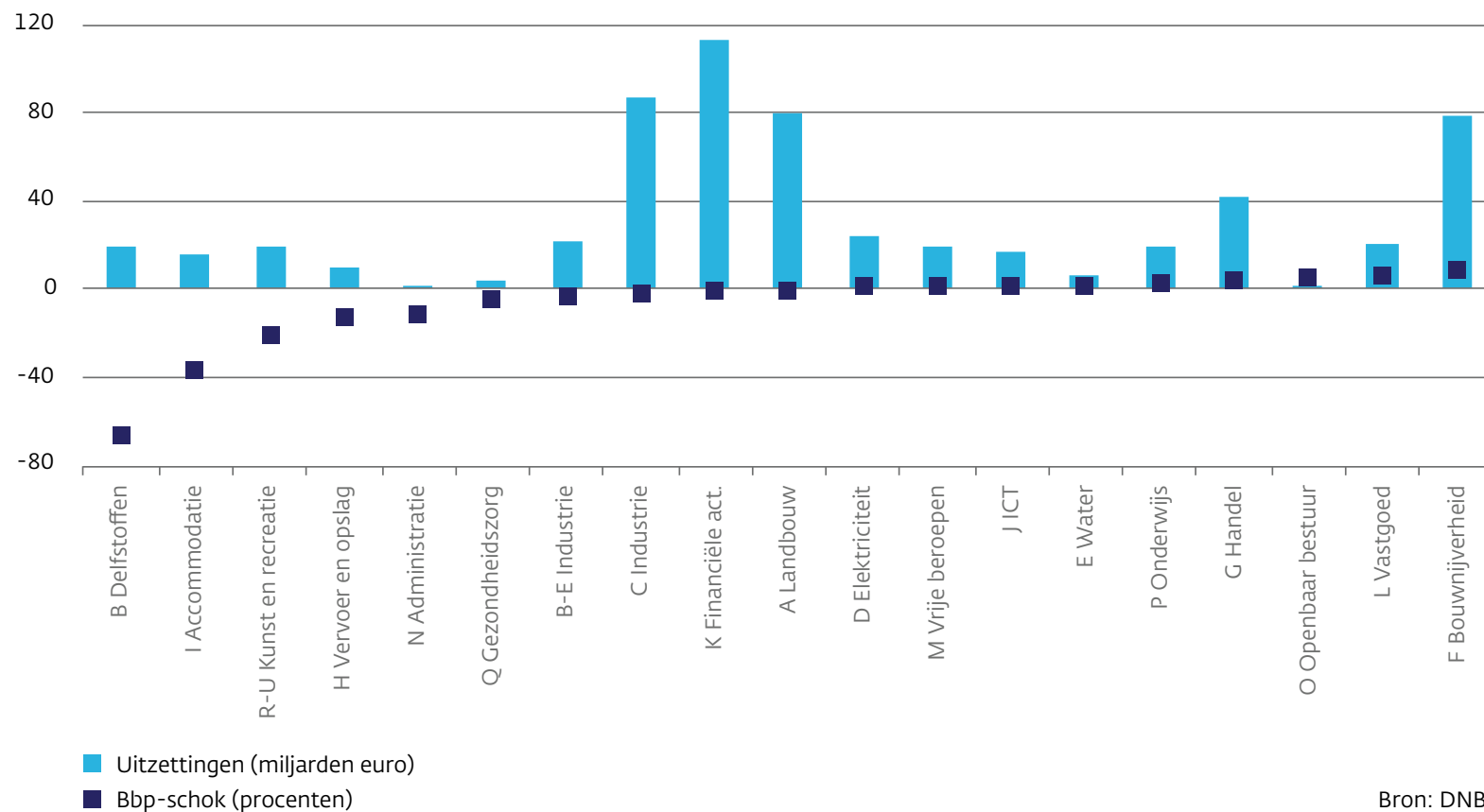
Procenten



Bron: DNB.

Figuur 19 Nederlandse banken beperkt blootgesteld aan meest geraakte sectoren

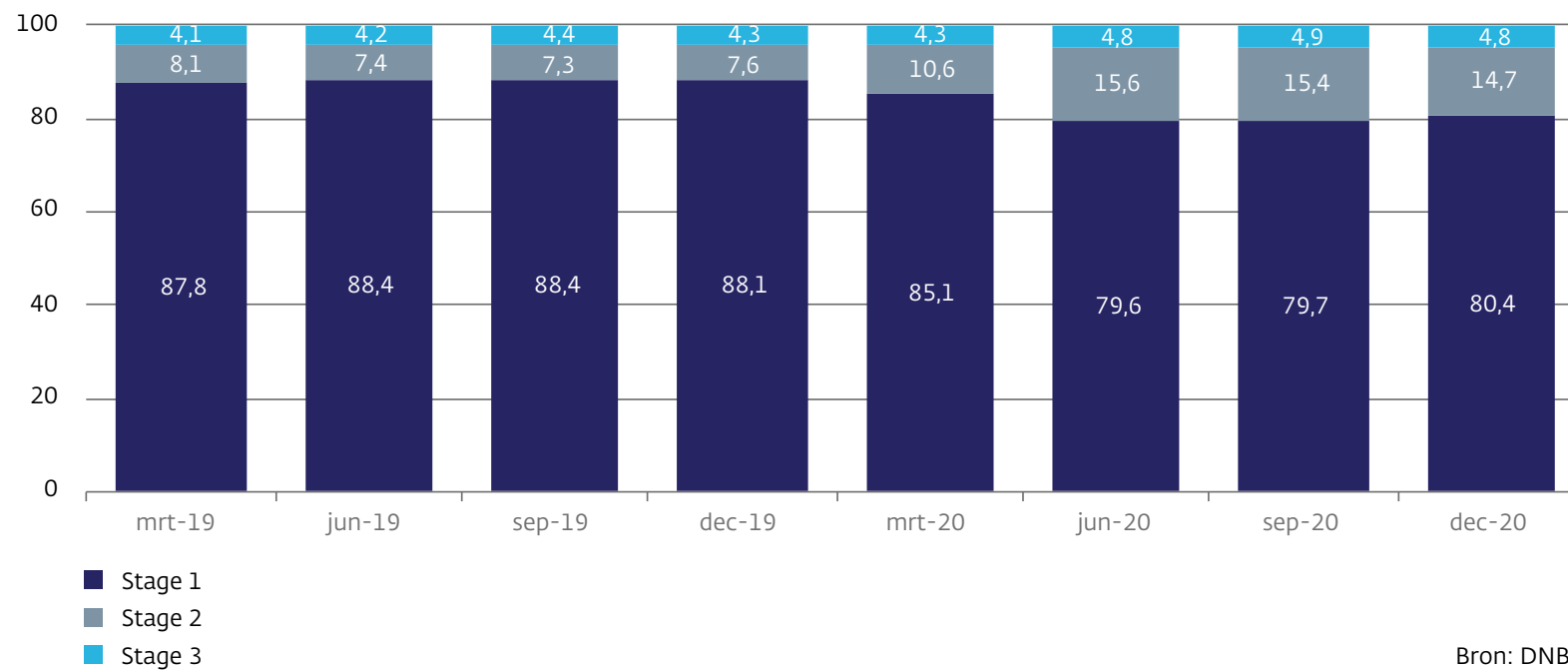
Miljarden euro; procenten



Bron: DNB.

Figuur 20 Kredietkwaliteit bedrijfsleningen van Nederlandse banken verslechterd

Procenten

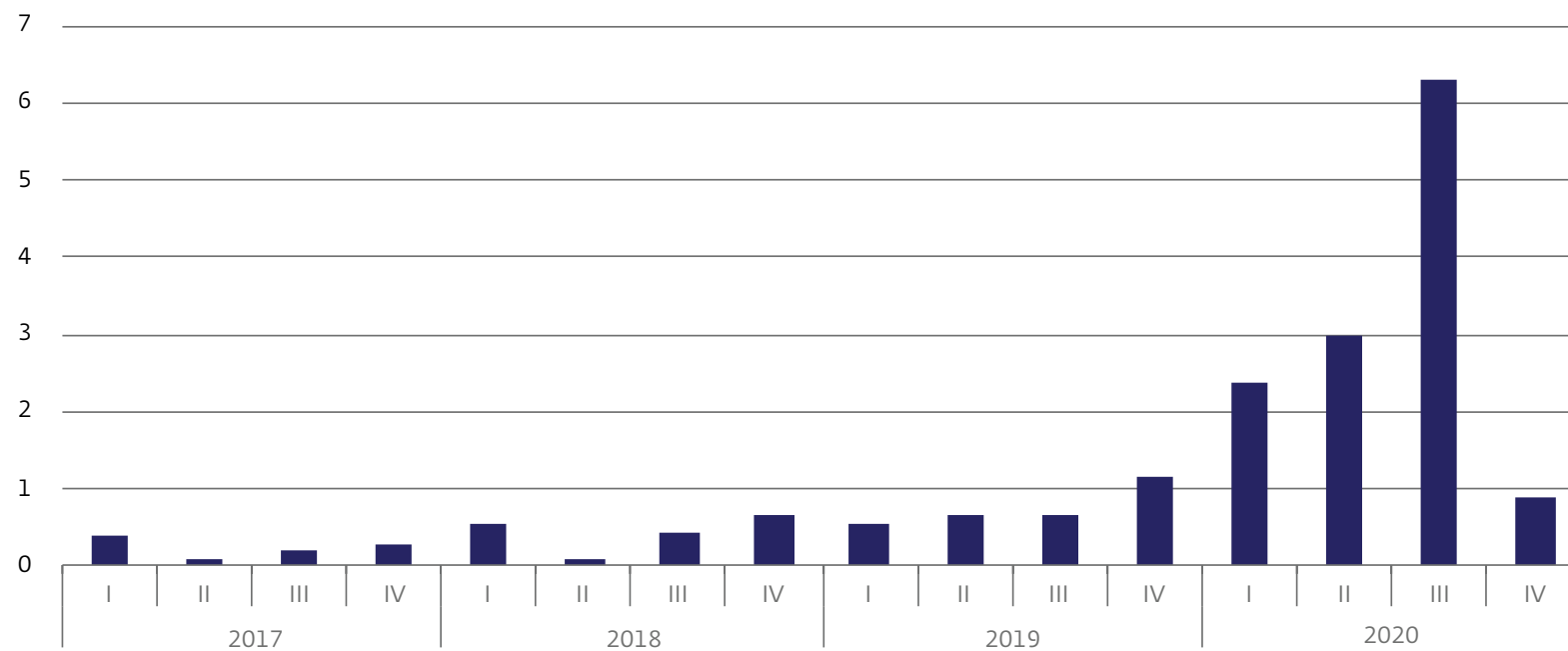


Bron: DNB.



Figuur 21 Nederlandse banken voegen miljarden toe aan voorzieningen

Netto toevoegingen in miljarden euro



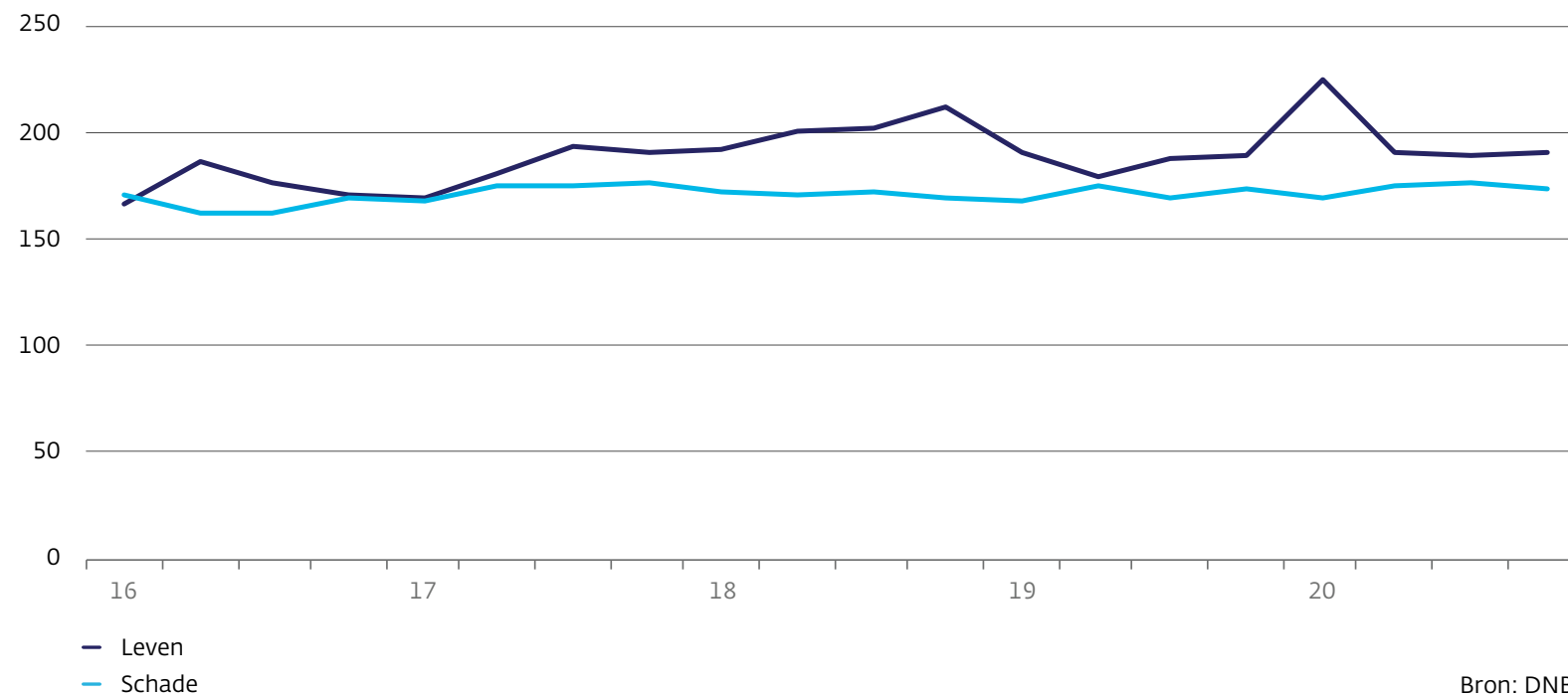
Bron: DNB.





Figuur 22 Wettelijke solvabiliteit verzekeraars stabiel

Procenten solvabiliteitsratio

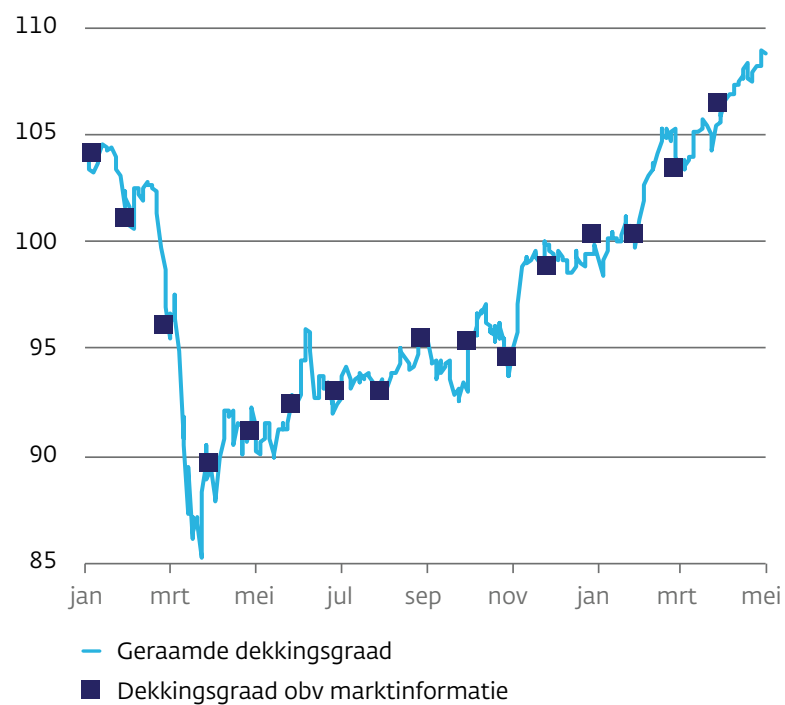
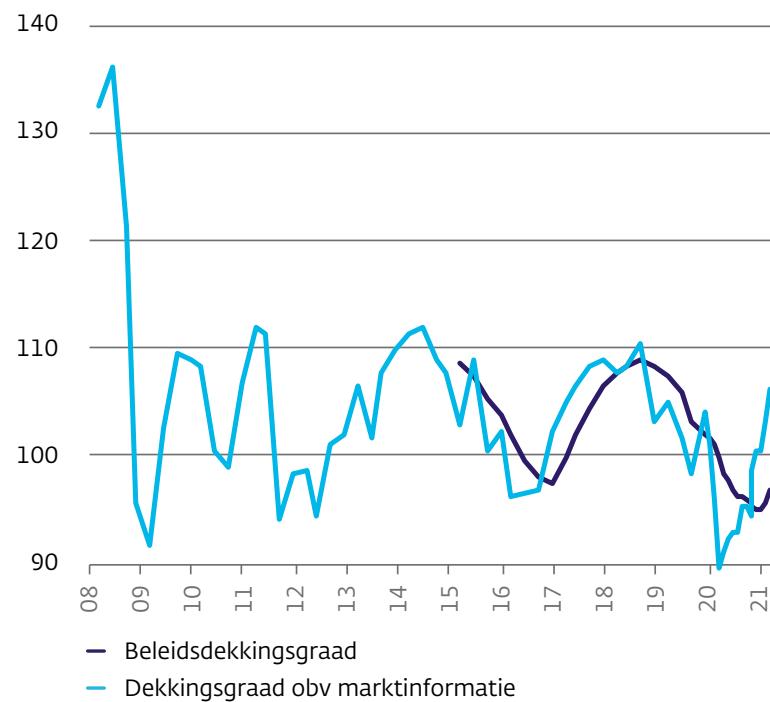


Bron: DNB.



Figuur 23 Dekkingsgraden tonen herstel

Procenten

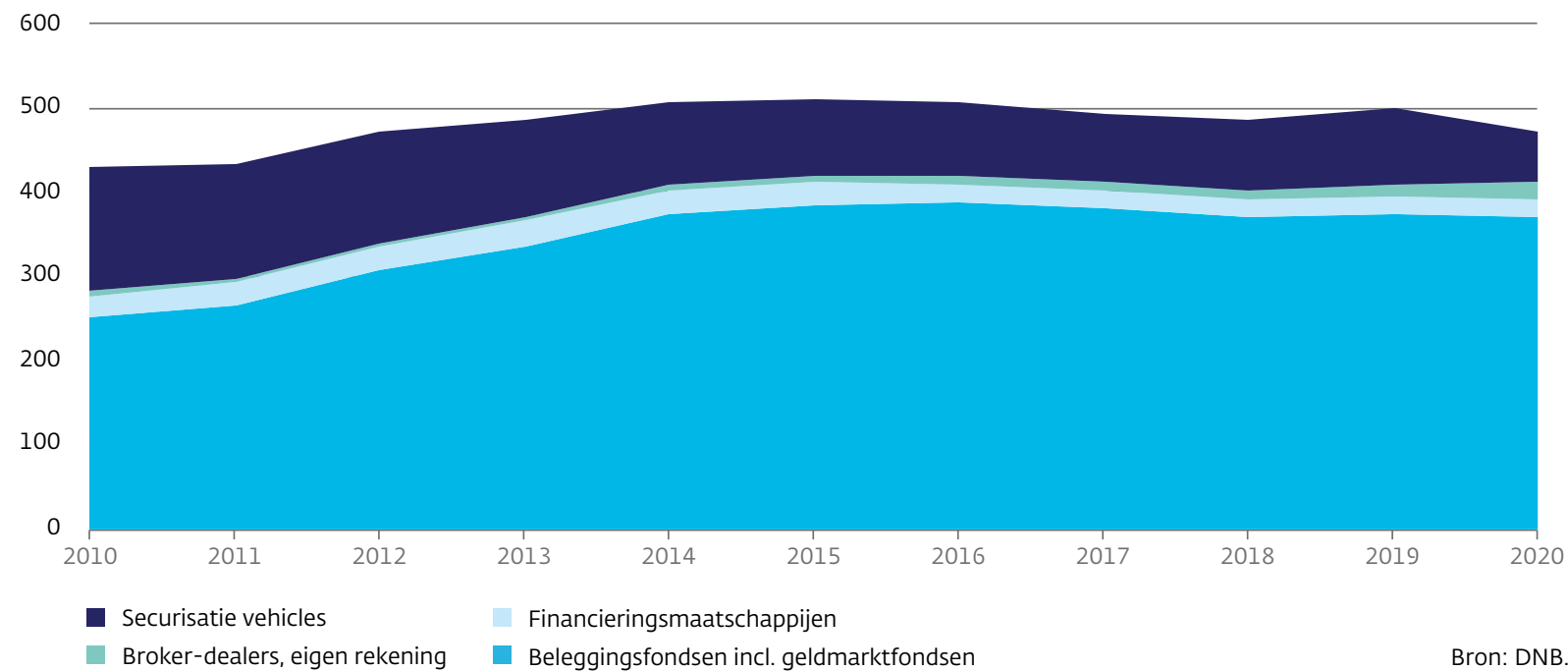


Bron: DNB.

← ↶

Figuur 24 Samenstelling Nederlandse NBFI-sector

Miljarden euro



3 Beleid

Het is van belang om de crisismaatregelen tijdig af te bouwen. De buitengewone budgettaire, monetaire, en prudentiële maatregelen die samenhangen met de coronacrisis zijn tijdelijk van aard. Om kliffeffecten te voorkomen is het van belang dat de maatregelen op een voorspelbare en geleidelijke manier worden afgebouwd. Tegelijkertijd is een tijdige exit uit de maatregelen geboden, om de opbouw van onevenwichtigheden een halt toe te roepen. Daarbij is ook de interactie tussen de verschillende beleidsmaatregelen van belang.

Een spoedige uitrol van het COVID-19-vaccinatieprogramma is de belangrijkste factor in het economische herstel. De crisismaatregelen spelen een belangrijk rol om de impact op de economie en de financiële sector te beperken, maar de meest bepalende factor blijft de ontwikkeling van het virus zelf. De economische crisis vindt immers zijn oorzaak in de pandemie en de verdere ontwikkeling daarvan. Een toenemende vaccinatiegraad biedt de ruimte om de contactbeperkende maatregelen af te bouwen en hard geraakte sectoren van de economie weer te openen, waarmee het economische herstel verder kan verdiepen.

3.1 Budgettaire beleid

Naarmate het coronavirus onder controle komt, moeten de huidige budgettaire steunmaatregelen worden afgebouwd. De Nederlandse economie kan pas duurzaam herstellen als het coronavirus onder controle is en contactbeperkende maatregelen grotendeels zijn afgebouwd. Tot dat moment blijft ondersteunend overheidsbeleid nodig. De overheid heeft de steunmaatregelen aan het begin van de crisis breed en generiek opgezet, waardoor het beleid relatief snel en succesvol tot stand kon komen. Deze steun heeft de economische impact voor bedrijven verzacht en het verlies aan banen beperkt. De steun komt in de praktijk ook vooral bij die bedrijven terecht die hard door de coronacrisis zijn geraakt, doordat deze veelal is gekoppeld aan omzetverlies. De maatregelen houden echter mogelijk ook bedrijven overeind die na de pandemie weinig perspectief hebben, wat de effectieve allocatie van kapitaal en arbeid in de economie belemmert. Zodra het virus onder controle komt en de contactbeperkende maatregelen worden opgeheven, moeten de huidige steunmaatregelen daarom worden afgebouwd.

In de herstelfase ligt er een rol voor de overheid om ondernemers met een overmatige schuld maar een levensvatbaar bedrijfsmodel te helpen via een coulanter invorderingsbeleid. De overheid heeft een maatschappelijke rol om perspectief te bieden voor ondernemers met overmatige schulden in de herstelfase, ook om het risico van schuldoverhang te beperken. De Belastingdienst is via de blootstellingen van openstaand belastinguitstel (circa 16 miljard euro) een aanzienlijke crediteur van het bedrijfsleven geworden. De overheid zou met een coulant invorderingsbeleid de financiële lasten van bedrijven met openstaande belastingschulden kunnen verlichten, bijvoorbeeld door later te beginnen met de inning van de uitgestelde belastingverplichtingen en deze over een langere periode uit te smeren. Hiermee houden bedrijven in de herstelfase meer financiële ruimte om op te starten en te investeren, en krijgen banken de tijd om de levensvatbaarheid goed te beoordelen.

Als coulant invorderingsbeleid op uitgestelde belastingverplichtingen onvoldoende blijkt, is het wenselijk om tot publiek-private oplossingen te komen. Dit bevordert lastendeling met de private sector en sorteert zo het meeste effect voor ondernemers met overmatige schulden. Een interessante publiek-private oplossing die nadere verkenning verdient, is dat de Belastingdienst via vooraf opgestelde beleidsregels vrijwillige afschrijving van schulden door private partijen spiegelt met publieke schuldafschrijving. Door gelijktijdige schuldafschrijving, vallen de baten van herstructurering niet vooral ten deel aan de andere crediteuren. Een ander belangrijk element is dat door betrokkenheid van private partijen geleund kan worden op private inschattingen over de levensvatbaarheid van ondernemingen. De Belastingdienst is namelijk beperkt in staat om een dergelijke inschatting op grote schaal te maken. Het is in elk geval wenselijk dat het kabinet op korte termijn duidelijkheid verschaft aan private partijen over de opstelling van de Belastingdienst ten aanzien van overmatige schulden, zodat ook private crediteuren kunnen overgaan tot herstructurering van schulden van ondernemingen.

Het zou onwenselijk zijn om belastingschulden generiek kwijt te schelden. Een dergelijke maatregel zou oneerlijk zijn tegenover ondernemers die elders

hun financieringstekort hebben gedicht, bijvoorbeeld door te lenen van vrienden en familie. Ook zal een generieke kwijtschelding van belastingschuld in veel gevallen vooral ten goede komen aan private crediteuren, in plaats van aan de ondernemer.

De garantieregelingen kunnen fricties in de verlening van nieuwe kredieten door marktpartijen en daarmee liquiditeitsproblemen helpen voorkomen.

Banken moeten voldoende kredietmogelijkheden blijven bieden aan structureel gezonde bedrijven. Het is van belang dat bedrijven op termijn weer kunnen leunen op private kapitaalverschaffers, zodat de markt ook kan bepalen wanneer een bedrijf niet meer levensvatbaar is. Het is waarschijnlijk dat in de herstelfase de vraag van bedrijven naar financiering weer zal toenemen als gevolg van investeringsbereidheid en vraag naar werkkapitaal. Wanneer tegelijkertijd de onzekerheid over het economische herstel en de kredietwaardigheid van de bedrijven aanhoudt, zijn banken mogelijk terughoudend in het verstrekken van krediet. Om de kredietverlening verder te stimuleren kan de overheid de garantieregelingen verlengen en de toegankelijkheid en bekendheid ervan vergroten.

Bezuinigingen en belastingverhogingen zijn op de korte termijn niet wenselijk, maar de gezondheid van de overheidsfinanciën op de lange termijn blijft van belang. De Nederlandse overheid blijft goed in staat om de begrotingstekorten te financieren. Als gevolg van de steunpakketten, de afgenomen belastinginkomsten en de extra uitgaven aan onder meer de zorgsector neemt in 2021 het begrotingstekort toe tot 6,4 procent van het bbp en piekt de staats-schuld naar verwachting op 59 procent van het bbp (zie [Tussenraming DNB](#)). Daarmee blijft de schuld ruim onder het niveau van 68 procent in 2014, toen de staatsschuld als gevolg van de mondiale financiële crisis en Europese schuldencrisis fors was opgelopen. Ook blijft de schuld daarmee onder de Europese norm van 60 procent van het bbp, zoals vastgelegd in het Stabiteits- en Groeipact (SGP). Bezuinigingen en belastingverhogingen ten behoeve van het overheids-saldo zijn op de korte termijn dan ook niet nodig noch wenselijk, aangezien zij het herstel juist kunnen schaden. Wanneer de economie zich weer geleidelijk heeft hersteld, dient de overheid wel zo nodig weer te zorgen voor voldoende buffers in de overheidsfinanciën. Die buffers hebben namelijk hun nut bewezen in deze crisis. Tegelijkertijd is het belangrijk dat de overheid reeds bestaande en geopenbaarde kwetsbaarheden aanpakt door hervormingen door te



voeren die deze wegnemen of de schokbestendigheid van de economie vergroten. Het gaat hierbij vooral om hervormingen op de woningmarkt (zie Woningmarkt-beleid) en de arbeidsmarkt. Juist nu is er draagvlak in de samenleving voor structurele hervormingen om duurzamer en weerbaarder uit de crisis te komen. De formatie en onderhandelingen over het regeerakkoord bieden de overheid een unieke gelegenheid om hier nu afspraken over te maken.

Belangrijkste uitdaging voor de overheid is het stimuleren van de verduurzaming van de economie en in het transitiebeleid in te zetten op een groen economisch herstel. De ruime budgettaire steunmaatregelen waren in eerste instantie vooral gericht op het dempen van de economische schok na het uitbreken van de pandemie. In de aanstaande herstel-fase zouden noodzakelijke klimaatinvesteringen moeten worden geïntegreerd ter ondersteuning van een duurzaam economisch herstel. Om de doelen van het Klimaatakkoord van Parijs, en de daarop volgende Europese en nationale doelstellingen, te bereiken, zijn grootschalige publieke en private investeringen in de verduurzaming van de economie en energievoorziening noodzakelijk. Ook in Nederland schieten deze investeringen van zowel private als publieke partijen te kort, wat op termijn de noodzaak tot het nemen van meer drastische maatregelen vergroot en transitie-

risico's voor de economie en financiële sector met zich meebrengt. De Nederlandse overheid dient met het stellen van de juiste randvoorwaarden en het introduceren van financiële prikkels klimaatinvesteringen versneld op te schalen. Beleidsopties staan in de recente DNB-publicatie 'De financiering van transitie: kansen grijpen voor groen herstel' in meer detail uiteengezet.

3.2 Monetair beleid

Het langdurig ruime monetaire beleid leidt tot risico's en het afbouwen van crisismaatregelen is noodzakelijk wanneer de economische situatie normaliseert en inflatie richting de doelstelling beweegt. De afhankelijkheid van centralebankfinanciering is tijdens de coronacrisis verder toegenomen. Bedrijven en overheden worden door oplopende schuldposities kwetsbaarder voor stijgende rentes. Ook bestaat het risico dat banken, mede door de aanhoudende beschikbaarheid, te afhankelijk worden van goedkope centralebankfinanciering. Omdat de transmissie van monetair beleid deels via de bancaire sector verloopt, kan een te grote afhankelijkheid van de ECB het afbouwen van verruimende monetaire maatregelen bemoeilijken. Met het langer aanhouden van het uitzonderlijk ruime monetaire beleid, nemen dus ook de risico's voor de financiële stabiliteit verder

toe en wordt het moeilijker om het beleid in de toekomst te normaliseren. Wanneer de acute fase van de crisis achter de rug is en het economisch herstel intreedt, is een geleidelijke, maar tijdige exitstrategie voor de crisismaatregelen daarom van belang.

Monetair beleid dient rekening te houden met neveneffecten op de financiële stabiliteit. Het macro-prudentieel instrumentarium is van groot belang om financiële stabiliteitsrisico's te mitigeren, maar is niet toereikend om de huidige opbouw van financiële kwetsbaarheden volledig tegen te gaan en om voldoende tegenwicht te bieden tegen de neveneffecten van een langdurig lage rente (zie ook OFS najaar 2019). Het huidige instrumentarium is vooral geschikt om de schokbestendigheid van banken en huishoudens te vergroten (tweede verdedigingslinie), maar kan niet de opbouw van onevenwichtigheden voorkomen (eerste verdedigingslinie) die mede het gevolg zijn van langdurig zeer ruime financiële condities. Dit is van belang in het kader van de strategie-evaluatie die de ECB dit jaar hoopt af te ronden. In deze evaluatie zal de ECB beoordelen of elementen van de monetaire beleidsstrategie aanpassing behoeven. De evaluatie kijkt onder andere naar het effect van structurele trends op de inflatie en de inzet van instrumenten met het oog op prijsstabiliteit, maar ook naar de wijze waarop onder meer klimaatverandering en financiële





stabiliteit van belang zijn voor prijsstabiliteit en daarmee het monetair beleid. Het is van belang dat de evaluatie leidt tot een monetaire strategie die robuust is bij onzekerheid en financiële stabiliteitsoverwegingen en de neveneffecten meeneemt bij het vaststellen van monetair beleid.

3.3 Woningmarktbeleid

De oververhitting van de woningmarkt vraagt om een brede aanpak. Deze aanpak moet zoveel mogelijk aansluiten bij de oorzaken van de huidige oververhitting, en moet zich dus richten op zowel de fiscale behandeling van de eigen woning als het bouwen van meer nieuwe woningen. Een dergelijke brede aanpak heeft een dempend effect op huizenprijsstijgingen, en kan een verdere verslechtering van de betaalbaarheid tegengaan. Ook draagt deze aanpak bij aan een groter en betaalbaarder vrijhuursegment, en aan een minder grillig verloop van de woningmarkt en de economie.

Het stimuleren van de vraag naar koopwoningen en de opbouw van hypotheekschulden moet worden afgebouwd. Fiscale subsidies op de eigen woning werken prijsopdrijvend en zijn een belangrijke oorzaak van de hoge hypotheekschulden. Het is daarom van belang dat deze fiscale voordelen worden uitgefaseerd. Concreet betekent dit dat het eigenwoningvermogen

geleidelijk moet worden overgebracht van Box 1 naar Box 3 (zie ook [DNB](#), 2021). Daarbij moet wel voorkomen worden dat sommige groepen financieel worden benadeeld door een te snelle wijziging van het fiscale stelsel. Maatregelen die de vraag juist vergroten, zoals het verruimen van leennormen of het verstrekken van subsidies aan starters, leiden slechts tot verdere prijsopdrijving, en zijn daarom in de huidige situatie contraproductief.

Daarnaast moet het woningmarktbeleid vooral gericht zijn op het verhogen van de bouwproductie om het schaarse aanbod te vergroten. Een sterkere regierol van het Rijk is hierbij essentieel. Hierbij dient vooral het aanbod in het middensegment van de huurmarkt te worden vergroot. Dit verbetert de toegankelijkheid van de woningmarkt voor huishoudens die niet voor sociale huur in aanmerking komen en ook nog niet in staat zijn een woning te kopen.

3.4 Prudentieel beleid

Zoals aangekondigd, zijn de prudentiële verlichtingen voor banken van tijdelijke aard. Om de kredietverlening te ondersteunen, heeft DNB aan het begin van de pandemie de kapitaaleisen van banken naar beneden bijgesteld, door de systeembuffers te verlagen en de invoering van een ondergrens voor de

risicoweging van hypotheekleningen uit te stellen. Zoals toen reeds aangekondigd zijn deze maatregelen tijdelijk van aard en ingegeven door de uitzonderlijke crisissituatie. Het vrijgeven van (macroprudentiële) buffers mag niet tot een structurele verzwakking van kapitaalposities leiden. De financiële sector moet namelijk ook in staat zijn om toekomstige schokken op te vangen en buffers beschikbaar hebben voor een volgende crisis.

DNB heeft besloten om de invoering van de ondergrens voor de risicoweging van hypotheekleningen niet langer uit te stellen. Mits het economisch herstel doorzet zoals nu wordt voorzien, zal de maatregel per 1 januari 2022 worden ingevoerd. De invoering is onverminderd van belang, omdat er in de risicoweging van hypothecaire leningen onvoldoende rekening wordt gehouden met het systeemrisico van een correctie in de woningmarkt. De door banken gehanteerde risicogewichten zijn sinds de initiële aankondiging van de maatregel door DNB in het najaar van 2019 verder gedaald, terwijl het systeemrisico in de woningmarkt door de aanhoudende oververhitting en toename van risicovol gedrag juist is toegenomen. De totale kapitaalimpact van de maatregel bedraagt op dit moment ongeveer 5 miljard euro, maar kan op het moment van invoering nog wijzigen. Banken zijn met de huidige kapitaalniveaus goed in staat om deze additionele eisen te absorberen. De ondergrens zorgt



ervoor dat banken een zeker minimum aan kapitaal aanhouden voor hun hypotheekportefeuilles, en voorkomt dat steeds verder stijgende huizenprijzen leiden tot steeds lagere risicogewichten.

DNB zal op een later moment ook overgaan tot een geleidelijke opbouw van de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB). Om te bepalen wanneer dit kan, kijkt DNB naar het economische herstel, de gezondheid van banken en de interactie met overheidsmaatregelen en maatregelen van toezichthouders in andere landen. Om te bepalen wanneer en met welk tempo de CCyB wordt opgebouwd tot een neutraal niveau van 2 procent, zal ook expliciet rekening gehouden worden met zowel de teruggedraaide als nog bestaande versoepelingen in andere (microprudentiële) toezichtmaatregelen. De komende tijd zal DNB verdere duidelijkheid verschaffen over de vormgeving van de CCyB en het toekomstige pad van de bufferopbouw.

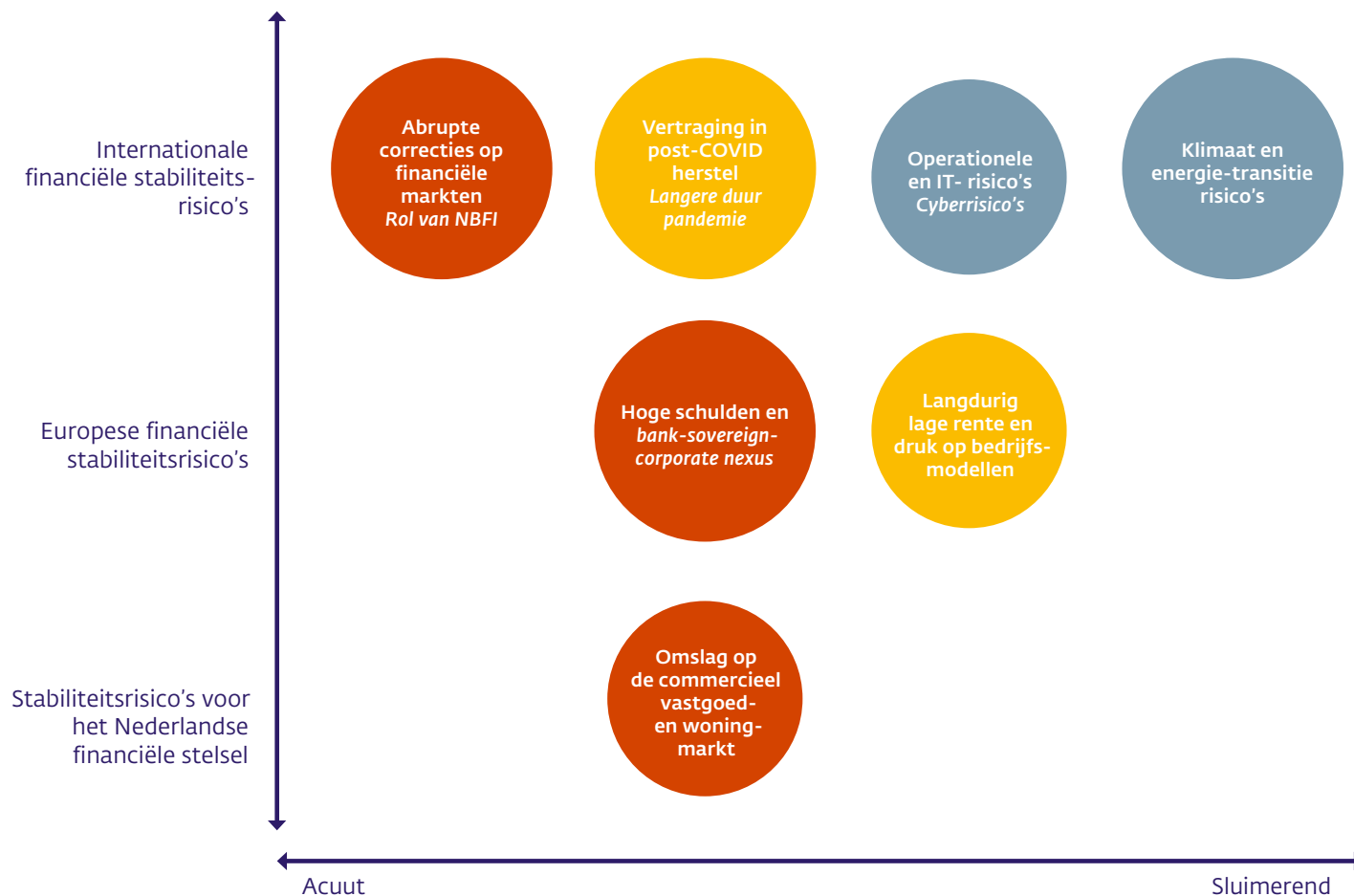


Risicokaart

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 3 mei 2021.



Toelichting

De risicokaart geeft een schematisch overzicht van de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit. De grootte van de cirkel geeft de omvang van het risico weer. De kleur van de cirkel geeft weer of een risico op de middellange termijn gezien sterk toenemend (rood), beperkt toenemend (geel) of constant (grijs) is.

© 2021 De Nederlandsche Bank N.V.

Iedere openbaarmaking en verveelvoudiging voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan, mits met bronvermelding.

Hoofdauteurs: Menno van der Ven en Ralph Verhoeks.

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM