

Overzicht Financiële Stabiliteit

Najaar 2022

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Inhoud

Samenvatting



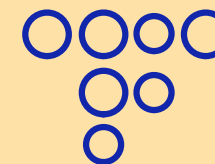
Macro-financiële omgeving



Financiële markten



Financiële instellingen



Risicokaart

Samenvatting

De inflatie is sinds de zomer van vorig jaar ongekend snel gestegen en bevindt zich momenteel ver boven de gestelde doelstelling voor prijsstabiliteit. Centrale banken grijpen in met stevige renteverhogingen, waardoor financiële condities in korte tijd zijn verkrappt. De inflatie blijft mogelijk langer hoog dan waar economische ramingen en financiële markten nu rekening mee houden. Centrale banken zullen de rente moeten blijven verhogen zolang inflatie boven de doelstelling voor prijsstabiliteit ligt. De onzekerheid is op dit moment groot, mede doordat het verdere verloop van de oorlog in Oekraïne en de economische impact daarvan onduidelijk zijn. De zorgen over een wereldwijde recessie zijn hierdoor toegenomen. Kwetsbaarheden die zich in de afgelopen jaren in een lage renteomgeving hebben opgebouwd, vormen een risico voor de financiële stabiliteit. Hoewel een combinatie van hoge inflatie en stijgende inkomens een positief effect heeft op schuldposities, kunnen huishoudens, bedrijven en overheden met hoge schulden bij stijgende rentes in de problemen komen. Daarnaast kunnen door verdere rentestijgingen abrupte correcties op financiële markten plaatsvinden, met mogelijke grote verliezen op risicovolle beleggingen als gevolg. De impact van de hoge inflatie is daarnaast ongelijk verdeeld: met name de financiële druk op huishoudens met lage inkomens en energie-intensieve bedrijfssectoren is toegenomen. Hoewel de uitgangspositie van de Nederlandse financiële sector sterk is, wordt de weerbaarheid opnieuw op de proef gesteld. Banken moeten zich voorbereiden op een toename in kredietverliezen en hier tijdig adequate voorzieningen voor treffen. Vanwege de aanhoudende systeemrisico's op de woningmarkt heeft DNB besloten de ondergrens voor de risicoweging van hypotheeklen voor banken te verlengen.

Risicobeeld

Het risico op aanhoudend hoge inflatie is toegenomen. De hoge inflatie houdt langer aan dan eerder gedacht en centrale banken hebben de rente in korte tijd fors verhoogd en zullen dit blijven doen zolang de inflatie boven de doelstelling ligt. De inflatie is mogelijk persistenter en daarmee zou ook het benodigd

renteniveau om die te beteugelen hoger kunnen zijn dan waar economische ramingen en financiële markten nu vanuit gaan. De inflatiecijfers overtreffen steeds de verwachtingen en de verwachte inflatiepiek verschuift verder naar achteren.

De inflatie zet een rem op de economische groei en de vooruitzichten zijn verslechterd. De inflatie leidt tot substantiële koopkrachtverliezen, waardoor de financiële zorgen van met name huishoudens met een laag- en middeninkomen zijn toegenomen. Voor bedrijven nemen de (her)financieringskosten toe, met een neerwaarts effect op bedrijfsinvesteringen. Daarnaast duren de economische gevolgen van de oorlog in Oekraïne voort, met name via aanbodverstoringen en hogere en volatiele prijzen van energie en grondstoffen. Hoewel de economie er momenteel nog goed voor staat, is het risico op een vertraging van de economische groei en een eventuele recessie in veel ontwikkelde landen toegenomen en worden ramingen naar beneden bijgesteld.

Kwetsbaarheden die in de afgelopen jaren zijn opgebouwd, kunnen de komende tijd voor problemen zorgen. Een groot aantal kwetsbaarheden vormt al langere tijd een risico voor de financiële stabiliteit, maar deze zijn door de economische gevolgen van de coronacrisis, de oorlog in Oekraïne en de hoge inflatie verder vergroot. Zo zijn de schuldposities van overheden, bedrijven en huishoudens tijdens de pandemie verder opgelopen. Hoewel door een combinatie van hoge inflatie en stijgende inkomens de schuldverplichtingen in omvang relatief afnemen, leiden rentestijgingen tot een toenemende druk op met name kort gefinancierde schulden. Ook is de volatiliteit op financiële markten

al langere tijd hoog, waarbij een plotselinge verandering in de marktverwachtingen, bijvoorbeeld ten aanzien van inflatie en het pad van monetaire verkrapping, kan zorgen voor nieuwe abrupte herwaarderingen. Verder vormt de woningmarkt een risico voor de financiële stabiliteit: een verder stijgende hypotheekrente en de toenemende financiële druk op huishoudens door aanhoudend koopkrachtverlies kunnen resulteren in prijscorrecties met bredere macro-economische schade als gevolg.

De schokbestendigheid van de financiële sector wordt opnieuw op de proef gesteld. Financiële instellingen worden op verschillende manieren geraakt door een langdurig hoge inflatie en (abrupt) stijgende rente. De hogere rente heeft enerzijds een positieve invloed op de rente-inkomsten van banken, waarmee de langdurige druk op de winstgevendheid wordt verlicht. Ook voor pensioenfondsen en verzekeraars is de gestegen rente in beginsel positief, vanwege de lagere waardering van lange termijn-verplichtingen. Anderzijds kunnen de hogere prijzen en rente in betalingsproblemen en een toename van kredietverliezen resulteren. De problemen in de bedrijfssector zijn tot nu toe beperkt, maar zullen bij een economische groeivertraging en aanhoudend hoge energie- en grondstofprijzen toenemen.

Tegenover de toegenomen risico's staat een sterke uitgangspositie van de Nederlandse financiële sector. Mede door de ruime steunmaatregelen van de overheid en centrale banken zijn financiële instellingen goed door de coronacrisis gekomen. De kapitaalpositie van banken, de solvabiliteit van

verzekeraars en de dekkingsgraad van pensioenfondsen is stabiel gebleven of in de afgelopen maanden zelfs verbeterd. Ook een stresstest in dit OFS, waarbij wordt uitgegaan van aanhoudend hoge inflatie en een verdere stijging van de rente, toont de weerbaarheid van de bankensector.

Beleid

De hoge inflatie vraagt om een collectief antwoord, waarbij monetair en budgettair beleid elkaar niet tegenwerken.

Wanneer monetair beleid probeert de vraag af te remmen, is het van belang dat overheidsbeleid niet vraagstimulerend werkt. Stimulerend begrotingsbeleid en generieke compensatie aan huishoudens en bedrijven voor bijvoorbeeld hogere energiekosten leidt tot meer vraag en drijft daarmee de prijzen verder op. Het compenseren van kwetsbare huishoudens op de korte termijn is wenselijk en noodzakelijk om te voorkomen dat deze huishoudens in de financiële problemen komen, maar maatvoering en gerichte maatregelen zijn in deze tijden van hoge inflatie van groot belang en de compensatie moet tijdelijk van aard zijn. Overmatige vraagstimulering kan worden ingeperkt door begrotingsregels strikt toe te passen. Daarbij dient de overheid de extra uitgaven te dekken en niet te financieren met onzekere inkomsten in de toekomst. Ten slotte kan loongroei een groot deel van het koopkrachtverlies van werkenden compenseren. Hoewel een loonprijspiraal voorkomen moet worden, is er in verschillende bedrijfstakken ruimte voor loonsverhogingen.

Financiële instellingen moeten zich voorbereiden op toenemende kredietverliezen en waardedalingen van beleggingsportefeuilles. Op dit moment is nog geen significante stijging te zien in niet-presterende leningen bij banken. Banken moeten er rekening mee houden dat kredietverliezen mogelijk oplopen als gevolg van een toename van betalingsproblemen bij bedrijven en huishoudens. Verzekeraars en pensioenfondsen moeten daarnaast voorbereid zijn op marktcorrecties en schoksgewijze aanpassingen op financiële markten.

Banken dienen terughoudend te zijn met dividenduitkeringen en aandeleninkoop en de buffers boven de wettelijke vereisten zoveel mogelijk in stand te houden. Met het oog op de toegenomen risico's en de grote onzekerheid is het van belang dat het kapitaalniveau van banken op peil blijft. Daarom is het van belang dat banken prudent omgaan met voornemens omtrent dividenduitkeringen en aandeleninkoop, en daarbij rekening houden met een mogelijke toename van kredietverliezen en de impact daarvan op de kapitaalpositie.

DNB houdt vast aan de uiteindelijke opbouw van een CCyB van 2 procent. Na het uitbreken van de pandemie heeft [DNB](#) de systeembuffers voor grootbanken verlaagd om de kredietverlening te ondersteunen. Toen is ook besloten om de verlaging van de systeembuffers te vervangen met een geleidelijke opbouw van de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) naar een niveau van 2 procent in een neutrale risico-omgeving. In mei van dit jaar heeft [DNB](#) de eerste stap genomen door de CCyB te verhogen naar

1 procent. Banken zullen per 25 mei 2023 aan deze eis moeten voldoen onder voorbehoud dat het risicobeeld niet fors verslechtert.

DNB verlengt de ondergrens voor de risicoweging van hypotheke met twee jaar. Op 1 januari 2022 heeft DNB een ondergrens aan de risicoweging van hypotheke door banken met een intern risicomodel ingevoerd, omdat deze risicomodellen onvoldoende rekening houden met het systeemrisico in de huizenmarkt. De maatregel zorgt ervoor dat banken beter in staat zijn de gevolgen van een eventuele prijscorrectie op de woningmarkt op te vangen. Met de verlenging zal de maatregel in ieder geval tot 1 december 2024 van kracht zijn.

Macro-financiële omgeving

Hoge inflatie en stijgende rentes zorgen voor een toename van risico's voor de financiële stabiliteit

Menno van der Ven en Ralph Verhoeks

De inflatie is sinds de zomer van 2021 opgelopen tot historisch hoge niveaus. Vooral gedreven door energie- en voedselprijzen houdt de hoge inflatie ook langer aan dan eerder verwacht. Centrale banken grijpen daarom stevig in, waardoor financiële condities in relatief korte tijd aanzienlijk zijn verkrapt. De inflatie blijft mogelijk voor een langere periode hoog dan waar de ramingen en markten nu vanuit gaan. Als gevolg van de hoge inflatie en de aangescherpte financieringsvoorwaarden, zijn de macro-economische vooruitzichten verslechterd en de zorgen over een wereldwijde recessie toegenomen. Kwetsbaarheden die zich in de afgelopen jaren in een lage renteomgeving hebben opgebouwd kunnen nu voor problemen zorgen en vormen een risico voor de financiële stabiliteit. Zo kunnen de hoge schulden in combinatie met hogere financieringskosten leiden tot schuldhoudbaarheidsproblemen bij huishoudens, bedrijven en overheden. Als gevolg wordt de weerbaarheid van het financieel systeem opnieuw op de proef gesteld.

De inflatie is sinds vorig jaar in een ongekend tempo gestegen. De inflatie ligt op dit moment ruim boven de gestelde doelstelling voor prijsstabiliteit. Volgens de [flashraming van Eurostat](#) kwam de inflatie in het eurogebied in september uit op 10,0 procent (op basis van de geharmoniseerde consumentenprijsindex, HICP). In Nederland was de inflatie in augustus 13,7 procent en in september zelfs 17,1 procent ([CBS](#)). Met name de sterk stijgende energie- en voedselprijzen blijven de inflatie opstuwten. Daarnaast steeg in de tweede helft van 2021 de vraag door het versoepelen van de coronaregels, terwijl het aanbod maar beperkt kon worden opgeschaald als gevolg van verstoorde productie- en distributieketens en door schaarste op grondstoffen-

en energiemarkten. De oorlog in Oekraïne heeft deze effecten versterkt, waarbij energieprijzen sindsdien naar nieuwe recordhoogtes zijn gestegen (zie [Box 1](#) – 'Energieprijzen belangrijkste drijfveer, maar inflatie steeds breder gedragen').

Financieringscondities zijn verkrapt en de weerbaarheid van het financiële stelsel wordt opnieuw op de proef gesteld. Tegen de achtergrond van de hoge inflatie hebben centrale banken het afgelopen half jaar de beleidsrente met forse stappen verhoogd. Zolang de inflatie boven de doelstelling ligt, zullen centrale banken de rente moeten blijven verhogen. De financiële voorwaarden zijn

daardoor aangescherpt in een tempo dat niet eerder is voorgekomen sinds de periode direct na de kredietcrisis in 2008. Ook markttrentes en bancaire rentetarieven zijn opgelopen. Er hebben al meerdere prijscorrecties op markten plaatsgevonden, maar niettemin zijn waarderingen nog steeds hoog en sterk afhankelijk van de ontwikkeling van de inflatie, het monetaire beleid en de weerslag daarvan op de economie. De volatiliteit op financiële markten kan door nieuwe renteverhogingen en een verdere aanpassing in de marktverwachtingen opnieuw oplopen (zie '[Financiële markten](#)'). Daarnaast komen huishoudens, bedrijven en overheden door hogere (her)financieringskosten mogelijk financieel in de knel. De financiële druk neemt vooral toe als inkomensstijgingen bij huishoudens uitblijven en de inkomsten van bedrijven afnemen, of als bedrijven niet in staat zijn om oplopende kosten aan consumenten door te berekenen. Ook de hypothecaire leenruimte van huishoudens neemt door een stijgende hypotheekrente af, wat nu al een dempend effect op de sterke prijsgroei van woningen lijkt te hebben en in combinatie met afnemend vertrouwen in prijscorrecties kan resulteren (zie '[Financiële instellingen](#)'). De hoge inflatie en stijgende financieringskosten vergroten daarmee al langer bestaande financiële kwetsbaarheden die de weerbaarheid van het financiële stelsel na de coronacrisis opnieuw op de proef kunnen stellen.

Box 1 Energieprijzen belangrijkste drijfveer, maar de inflatiedruk is steeds breder geworden

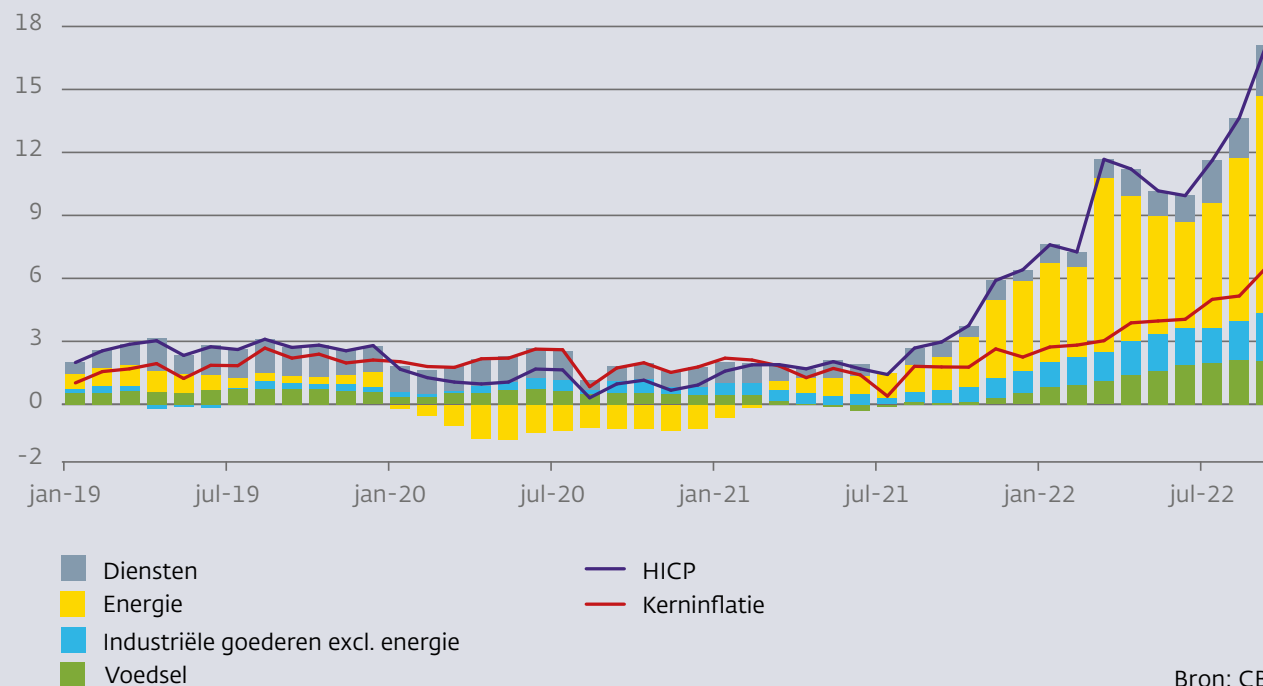
Ralph Verhoeks

De hoge inflatie is grotendeels het gevolg van de sterke energieprijzstijgingen. Figuur 1 toont de ontwikkeling van de geharmoniseerde consumentenprijsindex (HICP), een Europese prijsindex die is ontwikkeld om de inflatiecijfers van de lidstaten van de Europese Unie met elkaar te kunnen vergelijken, uitgesplitst naar de verschillende componenten. Hieruit wordt duidelijk dat de stijging in energieprijzen de belangrijkste drijfveer is van de toename in inflatie in Nederland. Tegelijk is ook de bijdrage van andere componenten van de HICP toegenomen, zoals bijvoorbeeld voedingsmiddelen. De hogere prijzen van energie en voedsel worden op hun beurt vooral veroorzaakt door hogere grondstofprijzen.

Hoewel de bijdrage van energieprijzen onmiskenbaar is, stijgt de inflatie over een steeds breder front. Een belangrijke indicator hiervoor vormt de kerninflatie, de HICP exclusief energie en voeding. Deze bedroeg in september 6,5 procent. Daarnaast zien we dat van een steeds kleiner bestedings-aandeel van goederen en diensten de prijzen dalen. De laatste jaren schommelde het aandeel van deze zogenoemde deflatie-componenten in het HICP-inflatiemandje tussen de 20 en 30 procent. Inmiddels is dit aandeel echter gedaald tot 6 procent. Van 94 procent van de goederen en diensten in ons

Figuur 1 Stijgende energieprijzen vormen nog steeds de belangrijkste oorzaak van de hoge inflatie

Procenten



Bron: CBS.

bestedingsmandje is de prijs dus gestegen. Deze bredere inflatie komt deels doordat hogere prijzen voor energie, grondstoffen en vervoer doorwerken in de prijzen van industriële goederen zoals meubelen, auto's en computerapparatuur. Daarnaast leiden de verstoringen in aanvoerketens (die wel zijn afgenomen in 2022) en de krappe arbeidsmarkt tot een toename van de kerninflatie.

De Nederlandse HICP-inflatie is hoger dan die van het eurogebied. In september was de inflatie 17,1 procent, ruim zeven procentpunt hoger dan in de eurozone ([CBS](#)). Als we de prijsstijging van energie echter buiten beschouwing laten, is het verschil nog maar 1,0 procentpunt. Zie het [EOV](#) van juni voor een uitleg van het inflatieverschil met het eurogebied en de rol van energie-inflatie.¹

De wereldwijde economische vooruitzichten zijn het afgelopen half jaar verslechterd en de zorgen over een recessie nemen toe. De inflatiedruk resulteert door dalende reële inkomens in substantiële koopkrachtverliezen. Ook hebben de toegenomen financieringskosten een neerwaarts effect op de bedrijfs-

investeringen en duren de economische gevolgen van de oorlog in Oekraïne voort, met name via aanbodverstoringen en hogere volatiele prijzen van energiebronnen en grondstoffen. Als gevolg hiervan zijn de zorgen over een vertraging van de economische groei en een eventuele recessie in veel ontwikkelde landen toegenomen ([Figuur 2](#)). Het [IMF](#) heeft in haar juli-update de groeiverwachtingen voor de wereldeconomie naar beneden bijgesteld met 0,4 procentpunt voor 2022 en 0,7 procentpunt voor 2023. De neerwaartse bijstellingen van het IMF voor het eurogebied zijn samen met die van de Verenigde Staten (VS) het grootst.² Ook de [ECB](#) heeft in september haar groeiprognose voor 2023 voor het eurogebied met 1,2 procentpunt verlaagd, maar voor 2022 juist met 0,3 procentpunt verhoogd naar aanleiding van de een onverwachte sterke groei in de eerste helft van dit jaar. Hiermee komen de groeiverwachting van de ECB voor het eurogebied uit op respectievelijk 3,1 procent in 2022 en 0,9 procent in 2023. Juist Nederland onderscheidde zich door relatief hoge groei in de eerste helft van dit jaar, waardoor de groei [volgens het CPB](#) in 2022 uitkomt op 4,6 procent.

De inflatie blijft mogelijk langer hoog dan waar ramingen en financiële markten nu vanuit gaan. Zo is de marktverwachting

momenteel dat de inflatie in de eurozone in de eerste helft van 2024 zal terugkeren tot dichtbij de doelstelling van 2 procent (zie '[Financiële markten](#)'). In de afgelopen periode overtreffen de inflatiecijfers steeds de verwachtingen en het risico op persistent hoge inflatie neemt toe. Ook de kans op en impact van een recessie is mogelijk groter dan waar financiële markten en ramingen momenteel vanuit gaan (zie bijvoorbeeld ook [Wereldbank](#) (2022)). Daarom is het van belang om voldoende rekening te houden met alternatieve scenario's dan de huidige verwachtingen.

De macro-economische vooruitzichten zijn met grote onzekerheid omgeven en sterk afhankelijk van de ontwikkelingen op de energiemarkt. Op de korte termijn hangen de inflatieontwikkelingen en macro-economische stabiliteit sterk af van de verdere ontwikkelingen in de energieprijzen. In 2021 kwam bijna 40 procent van het Europese gas via de Nord Stream 1 uit Rusland. De aanvoer via deze pijpleiding is de afgelopen maanden door Rusland meerdere malen geheel gestopt, voordat Nord Stream in september op meerdere plekken zwaar beschadigd raakte. Verdere verstoringen vormen een belangrijke onzekerheid voor de vooruitzichten, bijvoorbeeld in het geval van

¹ Belangrijkste oorzaak voor het verschil is de prijsontwikkeling van gas en elektra. Zo wordt de prijsontwikkeling van gas en elektra in Nederland anders gemeten dan in de meeste landen elders in het eurogebied. Het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) meet namelijk de ontwikkeling van prijzen die in nieuwe contracten worden aangeboden door de energiebedrijven, terwijl een groot deel van de consumenten een doorlopend contract heeft. Daardoor hebben zij nog geen last van de hoge energieprijzen, terwijl die al wel volledig zijn opgenomen in het HICP-inflatiecijfer.

² Voor het eurogebied heeft het IMF de ramingen voor 2022 en 2023 met respectievelijk 0,2 en 1,1 procentpunt verlaagd, waarmee de verwachte bbp-groei uitkomt op 2,6 en 1,2 procent. De ramingen voor de VS komen na een correctie van 1,4 en 1,3 procent uit op 2,3 procent voor 2022 en 1,0 procent voor 2023.

een volledige leveringsstop en vooral bij een strenge winterperiode.³ Bij het stilleggen van Nord Stream 1 liepen de tekorten op de gasmarkt snel op. De vraag naar gas nam ook toe als gevolg van het [REPowerEU-plan](#), waarmee Europa minder afhankelijk wil worden van Russisch gas en waardoor nieuwe regelgeving werd geïntroduceerd die van lidstaten eist dat hun opslagvelden voor minstens 80 procent gevuld zijn voor 1 november 2022. Toen in veel Europese landen aan deze eis werd voldaan is de druk op de gasmarkt iets afgenomen.⁴ Daarnaast wordt op Europees niveau ingezet op een consumptievermindering van [15 procent](#). Ten opzichte van langere termijn gemiddelde bevinden de prijzen van energiebronnen zich echter nog steeds op een zeer hoog niveau (zie [Figuur 3](#)). Gegeven de voortdurende oorlog in Oekraïne en de gespannen relatie met Rusland is niet te verwachten dat de gasprijzen op korte termijn zal dalen tot niveaus van voor de oorlog.

De stijging van de rente is nodig om de inflatie terug te brengen naar de doelstelling, maar kan de schuldhoudbaarheid van bedrijven en overheden onder druk zetten. Enerzijds resulteert de hoge inflatie, onder voorwaarde van tegelijkertijd stijgende inkomsten, in een relatieve uitholling van de schuldposities: door stijgende lonen van huishoudens, hogere omzet van bedrijven en daaruit volgende hogere belastinginkomsten van

overheden nemen de huidige schuldverplichtingen ten opzichte van de verwachte inkomsten af. Anderzijds zorgt de snelheid van de verkrapping van de financieringsvoorwaarden ervoor dat bedrijven en overheden weinig tijd krijgen om zich aan te passen aan de veranderde omstandigheden. Hogere financieringskosten raken vooral de minder kredietwaardige bedrijven en landen met hoge schulden. Zo zijn de spreads op Europese *high-yield* bedrijfsobligaties dit jaar tot eind september opgelopen met 420 bps vergeleken met een stijging van 90 bps van de spreads voor gezondere bedrijven (*investment grade*). Ook op de Europese staatsobligatiemarkt zijn de renteverschillen toegenomen. Met name in Zuid-Europese landen liggen de schuld niveaus hoog en zijn deze tijdens de pandemie verder toegenomen, waarbij Griekenland en Italië met respectievelijk 189 en 152 procent van het bbp koplopers zijn ([Figuur 4](#)). Nu de rente op de kapitaalmarkt en de renteverschillen stijgen, nemen de zorgen over de schuldhoudbaarheid in Zuid-Europese landen toe. Zo is de Italiaanse spread (i.e. verschil 10-jaarsrente ten opzichte van Duitsland) opgelopen naar ongeveer 250 bps (zie [Figuur 5](#)). Tegelijkertijd is er geen snelle toename in de Italiaanse rentelasten te verwachten, omdat de overheid zich lang heeft gefinancierd en een deel van de schuld die afloopt nog steeds gefinancierd kan worden tegen een lagere rente dan destijds. De gemiddelde resterende looptijd van de Italiaanse overheidsschuld bedraagt momenteel bijna acht jaar en

16 procent van de totale schuld loopt voor het einde van 2023 af. Een daling in de economische groei vormt vooralsnog een groter risico voor de schuldhoudbaarheid dan de stijgende rente. Zeer recent zijn er ook zorgen over het begrotingsbeleid in het Verenigd Koninkrijk en de impact daarvan op de schuldhoudbaarheid (zie [Box 2](#) - 'Recente onrust op Britse financiële markten').

3 Bij een volledige leveringsstop van Rusland zouden de gastekorten in Centraal- en Oost-Europese landen kunnen oplopen tot 40 procent van het verbruik en leiden tot een economische krimp van 6 procent ([IMF](#)). Ook Duitsland is sterk afhankelijk van Russisch gas en een volledige leveringsstop zou de economische groei de komende drie jaar naar verwachting met 0,4 tot 2,7 procentpunt kunnen [verlagen](#). Dit heeft ook gevolgen voor handelspartners van Duitsland, waaronder Nederland.

4 Op Europees niveau was op 15 september volgens data van [Gas Infrastructure Europe](#) ongeveer 85 procent van de opslagcapaciteit gevuld.

Box 2 Britse financiële markten onrustig door begrotingsbeleid

Thomas van den Berg, Kasper Goosen en Romain Meuwissen

De Engelse centrale bank (BoE) heeft op woensdag 28 september besloten om in te grijpen op de (secundaire) obligatiemarkt na zorgen over liquiditeit bij Engelse pensioenfondsen. In de Engelse staatsobligatiemarkt was onrust ontstaan naar aanleiding van het door de overheid aangekondigde ruime begrotingsbeleid, met onder meer belastingverlagingen voor bedrijven en huishoudens met hoge inkomens. De rente op obligaties met een looptijd van 30 jaar steeg na de aankondiging van de Britse begrotingsplannen in een aantal dagen met 140 basispunten (bps), om vervolgens na de interventie van de BoE met 100 bps te dalen. Door de onrust werden Britse pensioenfondsen geconfronteerd met *margin calls* op hun rentederivatenposities en moesten onder meer Britse staatsobligaties verkopen om hun posities te kunnen handhaven. Hierdoor droogde de liquiditeit op de staatsobligatiemarkt op en voelde de BoE zich genooddaakt te handelen op basis van haar financiële stabiliteitsmandaat.

De onrust op Britse financiële markten heeft beperkte overloopeffecten gehad op de Europese obligatiemarkten en swaprentes. Europese rentes zijn in mindere mate gestegen en

ook maar beperkt op de dagen van de aankondiging van de Britse begroting en de BoE-interventie. De Britse rentestijging werd daarbij deels gedreven door het disfunctioneren van de markt, waar in het eurogebied geen sprake van was. Op de dag van de begrotingsaankondiging stegen de 10-jaarsrente op Britse staatsobligaties en equivalente swaprente met circa 30 bps, terwijl de Duitse 10-jaarsrente en EU-swaprente slechts met circa 7 bps opliepen. De Duitse 30-jaarsrente en EU-swaprente bleven zelfs onveranderd. Hetzelfde geldt voor de dag waarop de BoE haar interventie aankondigde: de 30-jaars Britse obligatierente daalde met ca. 100 bps ten opzichte van 8 bps voor de Duitse equivalent. Op de valutamarkten was in de euro-pondkoers minder volatiliteit zichtbaar.

Deze ontwikkelingen laten zien dat onverwachte grote veranderingen in begrotingsbeleid tot risico's voor de financiële stabiliteit kunnen leiden. De reactie van financiële markten op het begrotingsbeleid van de Britse overheid en de interventie van de BoE onderstrepen het belang van een geloofwaardig begrotingsbeleid. Ook na de interventie van de BoE bleven er namelijk zorgen over de tegengestelde werking

van begrotings- en monetair beleid, de onveranderde intentie van verruimend begrotingsbeleid (ondanks dat het belastingtarief voor hoogste inkomens toch niet geschrapt wordt) en het gebrek aan consultatie van onder meer de Britse begrotingswaakhond. Hoewel er van een vergelijkbare geloofwaardigheids crisis van begrotingsbeleid in het eurogebied geen sprake is, bestaan er wel zorgen over de tegengestelde werking van begrotings- en monetair beleid. Het voornaamste risico is dat het ruime begrotingsbeleid de inflatiedruk verhoogt, waardoor de centrale bank de rente verder moet verhogen. Het is daarom van belang dat overheidsmaatregelen tijdelijk, gericht en volledig gedekt zijn.

Ook de groei van de Nederlandse economie staat door de oorlog in Oekraïne en de hoge inflatie onder druk. Terwijl het vertrouwen van Nederlandse consumenten in mei het laagste niveau sinds het begin van de meting bereikte, duiden de consumptieve bestedingen van huishoudens en de industriële productie er juist op dat de Nederlandse economie nog op volle toeren draait (zie [Figuur 6](#)). Het vertrouwen en sentiment onder producenten is nog steeds positief, maar is gedurende het afgelopen jaar gedaald (zie [Figuur 7](#)). De hoge inflatie en hoge energielasten resulteren in een koopkrachtverlies van huishoudens, hoewel de plannen die het kabinet op Prinsjesdag heeft aangekondigd deze schade deels compenseren. Het [CPB](#) heeft (een deel van) de plannen van het kabinet uit de Miljoenennota in nieuwe ramingen verwerkt en verwacht dat de Nederlandse economie in 2022 met 4,6 procent zal groeien. Naar verwachting vertraagt de economische groei tot 1,5 procent in 2023.⁵ Bovendien zijn de economische ramingen met grote onzekerheid omgeven.

Ook in Nederland zijn de zorgen over de leveringszekerheid van energie groot. De Gasunie, het overheidsbedrijf dat zorg draagt voor het transport van aardgas in Nederland, stelt op basis van [eigen onderzoek](#) vast dat er komende winter in Nederland geen

gastekort hoeft te ontstaan als het Russische gas volledig wegvalt.⁶ Toch zijn er blijvende zorgen over mogelijke tekorten. Mede hierdoor zijn de energieprijzen in Nederland dit jaar ongekend hard gestegen. Het gemiddelde variabele leveringstarief dat een consument betaalde in augustus 2022 was 2,11 euro per kubieke meter gas en 0,50 per kWh elektriciteit, wat voor beide tarieven meer dan het vijfvoudige is ten opzichte van een jaar eerder ([CBS](#)). De groothandelsprijzen die bedrijven voor gas en elektra betalen liggen respectievelijk 300 en 200 procent hoger dan een jaar geleden.

Nederlandse huishoudens in met name lage inkomensgroepen komen door de hoge inflatie financieel in de knel. Doordat de lonen bij de inflatie achterblijven, verliezen huishoudens aan koopkracht en zullen naar verwachting betalingsproblemen toenemen (zie '[Financiële instellingen](#)' voor een impact van de hoge inflatie op de kredietkwaliteit in de hypotheekportefeuilles van banken). Huishoudens met een laag- of middeninkomen en kleine financiële buffers komen met de huidige prijsstijgingen van basisbehoeftes snel in de problemen. Uit een recente stresstest naar de kosten van levensonderhoud van het [CPB](#) blijkt dat tussen de 540.000 en 860.000 Nederlandse huishoudens door de hoge inflatie in de betaalbaarheidsproblemen komen.⁷

De winstgevendheid van Nederlandse bedrijven staat door de hoge energieprijzen slechts beperkt onder druk. [Uit een analyse van DNB blijkt](#) dat de gevolgen voor bedrijven op macroniveau mee lijken te vallen. De prijsstijging leidt bij bepaalde bedrijven tot hogere energiekosten, maar een deel van het energieverbruik is al ingekocht op basis van langetermijncontracten. Daarnaast is de kwetsbaarheid van bedrijven voor stijgende energieprijzen sterk afhankelijk van hun energieverbruik. Energie-intensieve sectoren, zoals de metaal- en chemie-industrie, worden wel hard geraakt door de hoge energiekosten.

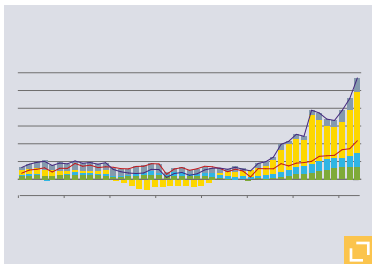
Tegenover de toegenomen risico's staat de onverminderd sterke uitgangspositie van de Nederlandse financiële sector. Een toename in betalingsproblemen bij huishoudens en bedrijven resulteert in toenemende kredietverliezen bij banken. Nederlandse banken zijn echter goed gekapitaliseerd met een gemiddelde kernkapitaalratio van 16,3 procent. Ook de gemiddelde solvabiliteitsratio van Nederlandse verzekeraars ligt boven de wettelijke eisen en de (nominale) dekkingsgraad van pensioenfondsen is in het kielzog van de rente gestegen in 2022. Hoewel de risico's voor de financiële stabiliteit stijgen, is de weerbaarheid van financiële instellingen, en daarmee de uitgangspositie in het geval van een economische neergang, goed (zie '[Financiële instellingen](#)').

⁵ In deze ramingen heeft het CPB het op Prinsjesdag aangekondigde prijsplafond voor gas en elektriciteit voor huishoudens nog niet meegenomen.

⁶ Wel dient hiervoor de marktvraag met 20 procent onder het langetermijn gemiddelde te blijven, het LNG-aanbod maximaal gerealiseerd te worden en de gasopslagen voor de winter tot 80 procent gevuld te zijn.

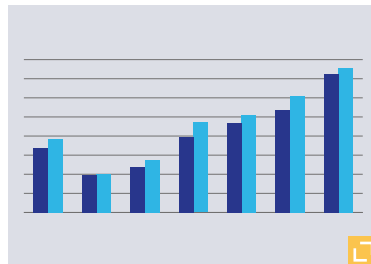
⁷ In deze stresstest is het koopkrachtpakket dat het kabinet op Prinsjesdag heeft gepresenteerd in overweging genomen, maar de berekeningen houden geen rekening met het door het kabinet aangekondigde prijsplafond voor energie.

Figuren



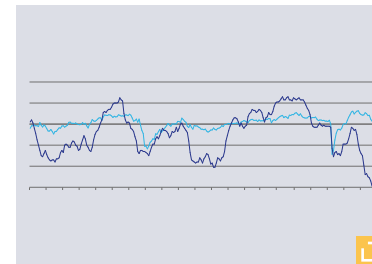
Stijgende energieprijzen vormen nog steeds de belangrijkste oorzaak van de hoge inflatie

[Bekijk figuur 1 →](#)



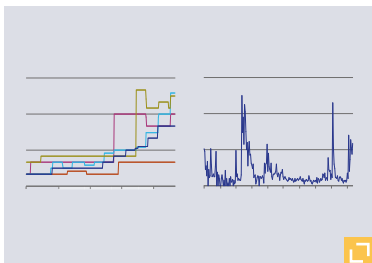
De overheidsschulden zijn in het eurogebied sterk opgelopen, met grote onderlinge verschillen tussen individuele landen

[Bekijk figuur 4 →](#)



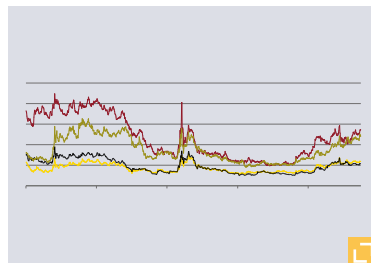
Het consumentenvertrouwen in Nederland is tot het laagste niveau sinds de start van de metingen gezakt

[Bekijk figuur 7 →](#)



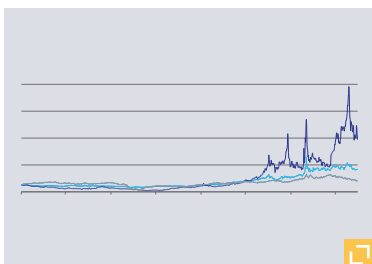
Zorgen over mogelijke recessie nemen toe

[Bekijk figuur 2 →](#)



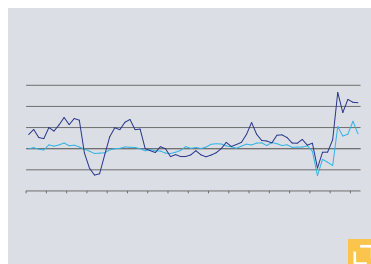
Spreads lopen vooral in Italië en Griekenland sinds begin dit jaar weer op

[Bekijk figuur 5 →](#)



Gasprijs breekt records

[Bekijk figuur 3 →](#)

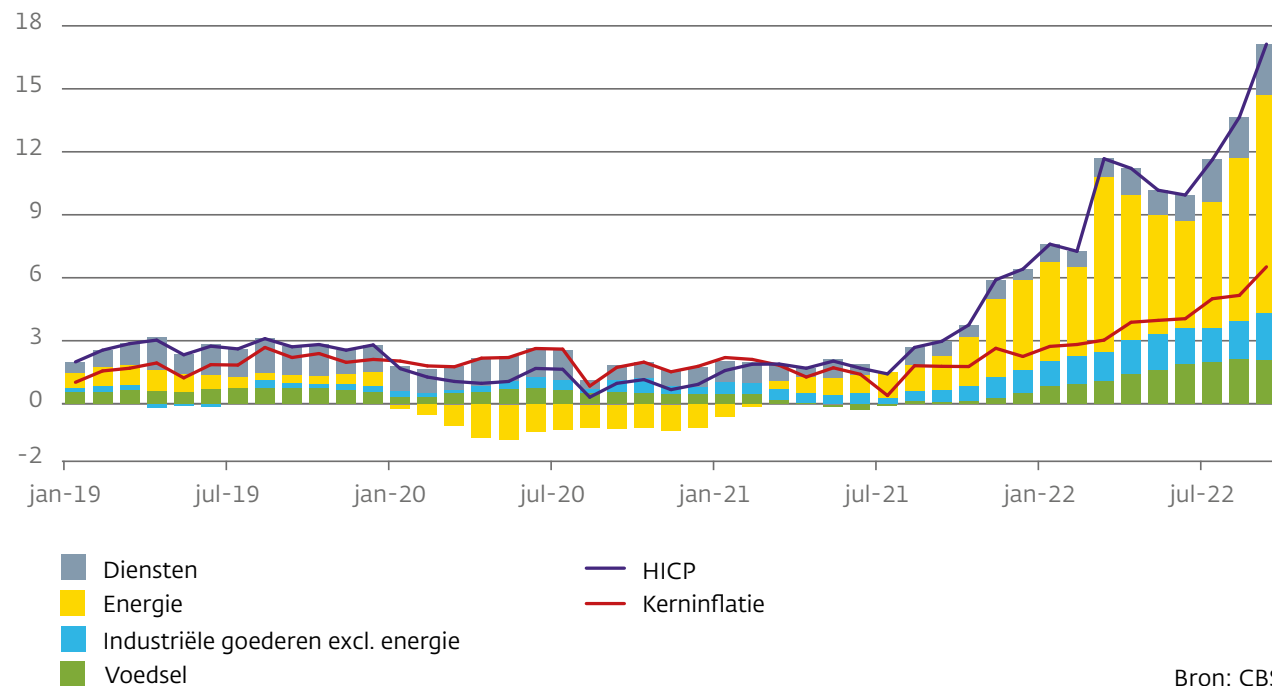


Zowel de particuliere consumptie als de groothandelsverkoop groeien in Nederland tijdens de eerste helft van 2022 nog

[Bekijk figuur 6 →](#)

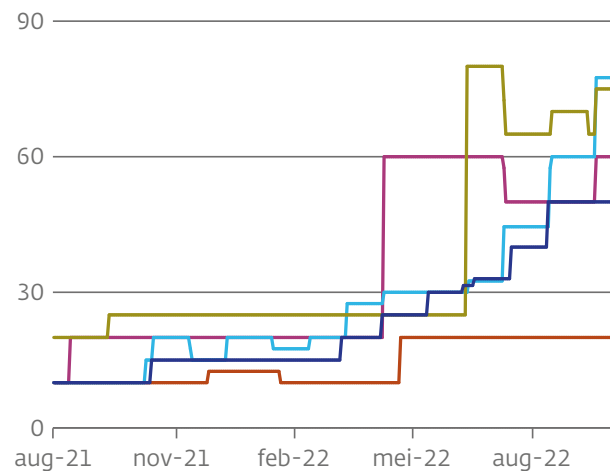
Figuur 1 Stijgende energieprijzen vormen nog steeds de belangrijkste oorzaak van de hoge inflatie

Procenten



Figuur 2 Zorgen over mogelijke recessie nemen toe

1 jaar een recessie verwacht



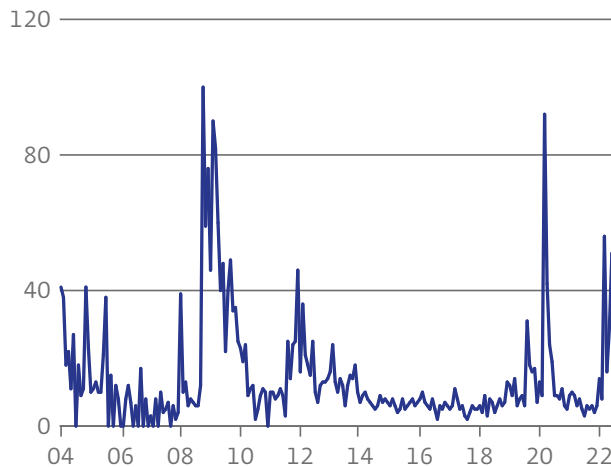
— Verenigde Staten

— Italië

— Duitsland

— China

— Frankrijk

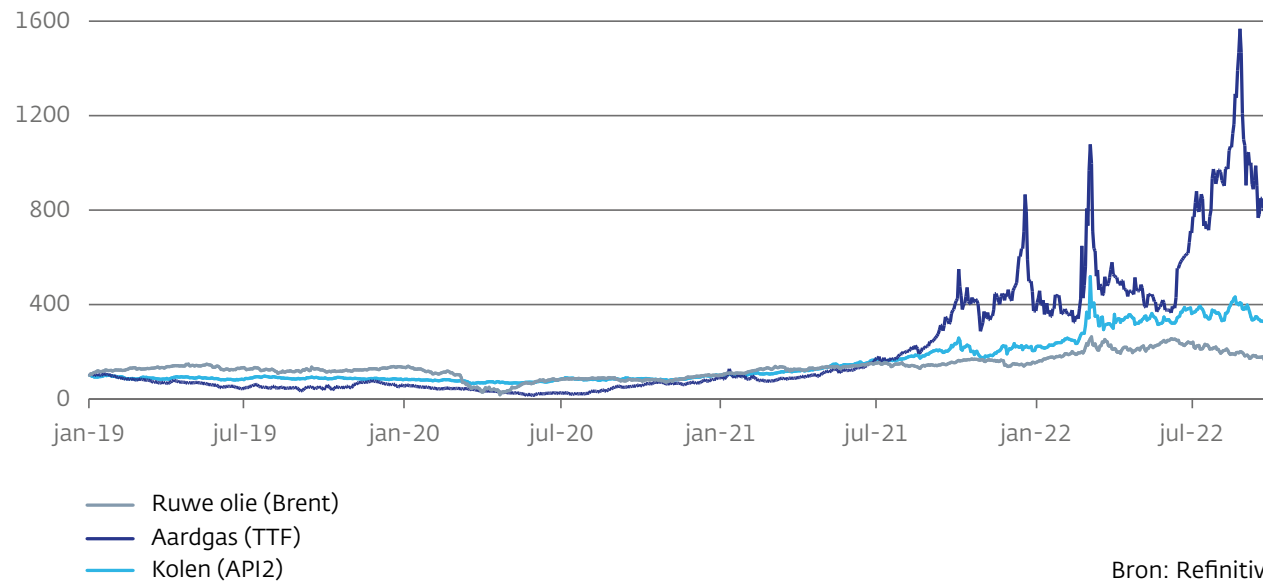


— Zoekterm "recessie" in Nederland

Bronnen: Bloomberg en Google.

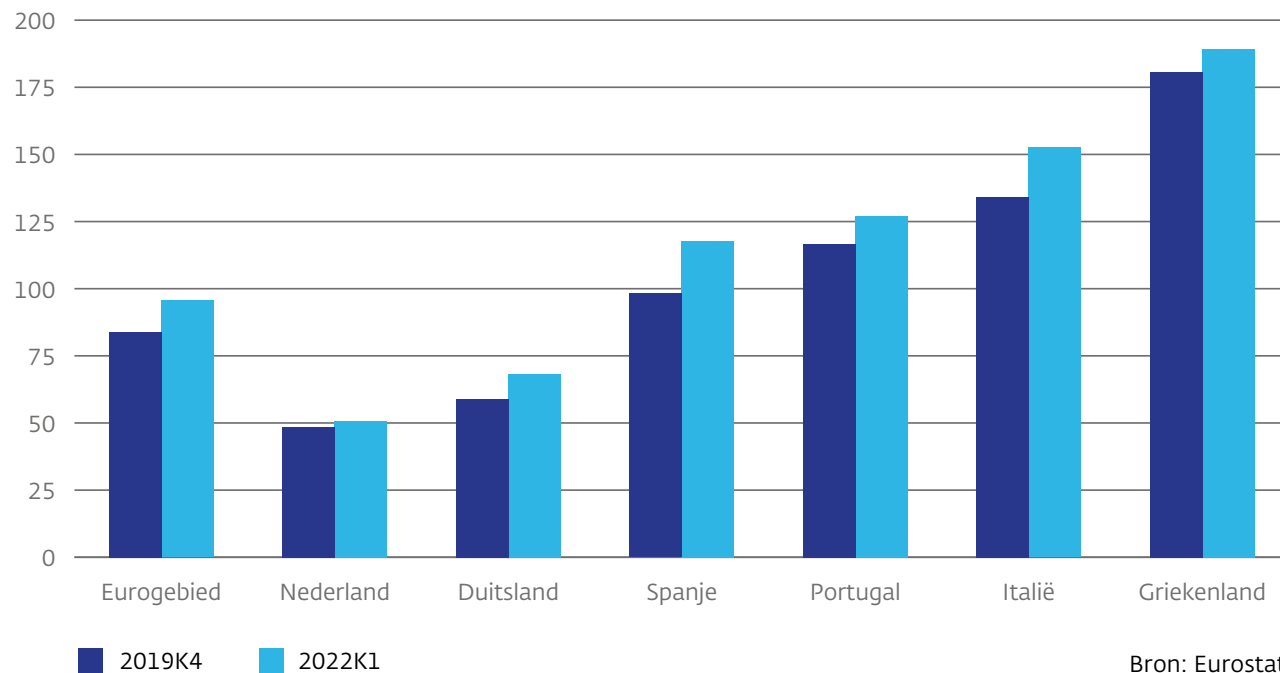
Figuur 3 Gasprijs breekt records

Index primo 2019=100



Figuur 4 De overheidsschulden zijn in het eurogebied sterk opgelopen, met grote onderlinge verschillen tussen individuele landen

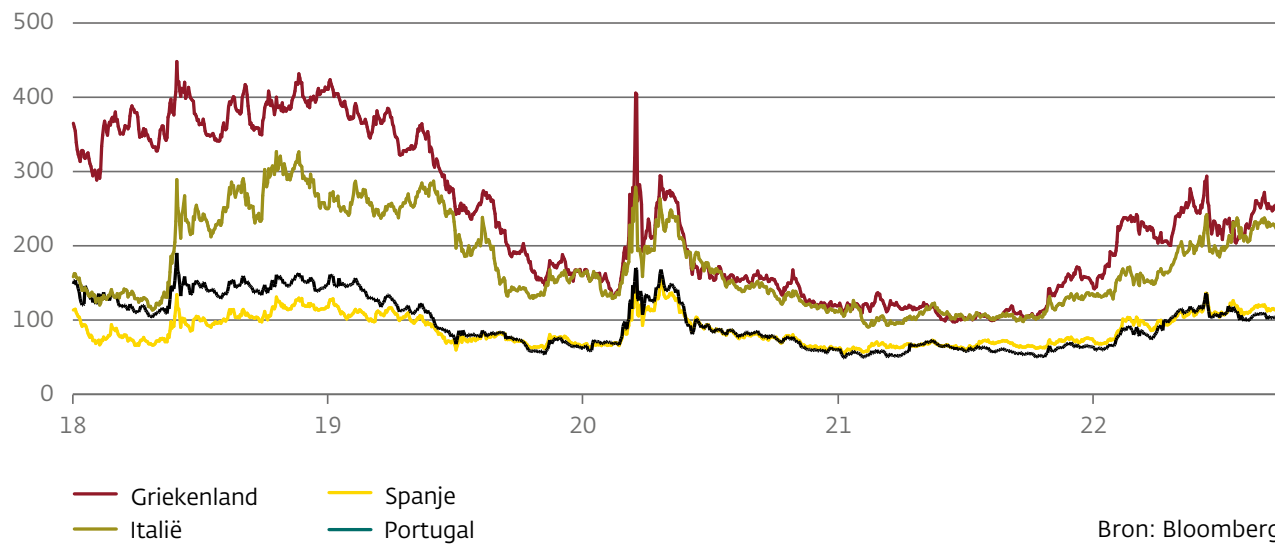
Procenten bbp



Bron: Eurostat.

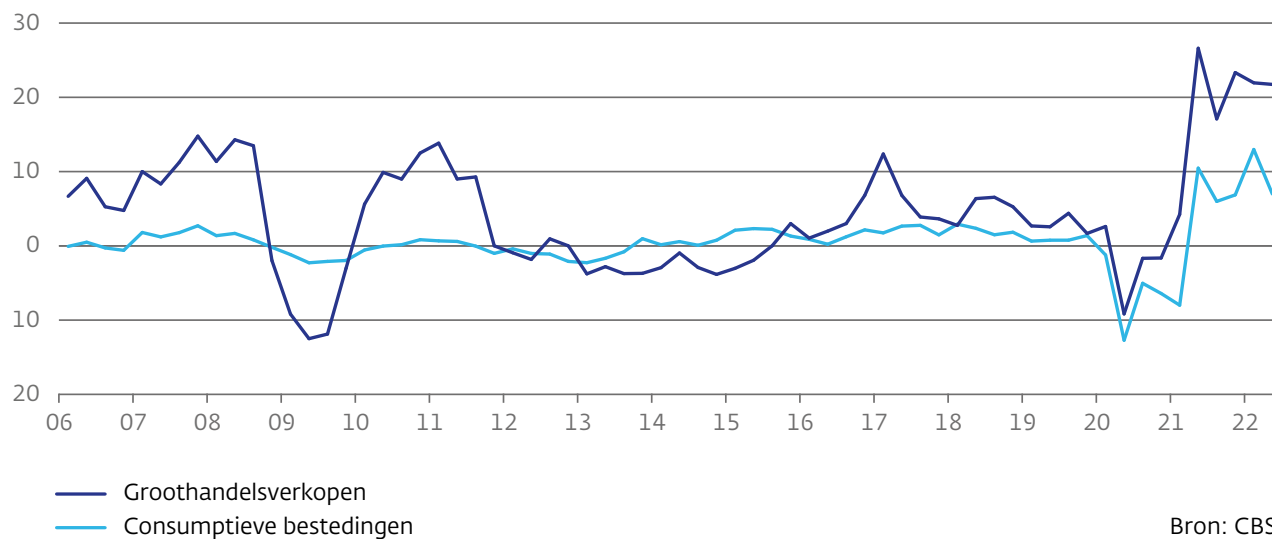
Figuur 5 Spreads lopen vooral in Italië en Griekenland sinds begin dit jaar weer op

Basispunten, verschil t.o.v. Duitse 10-jaarsrente



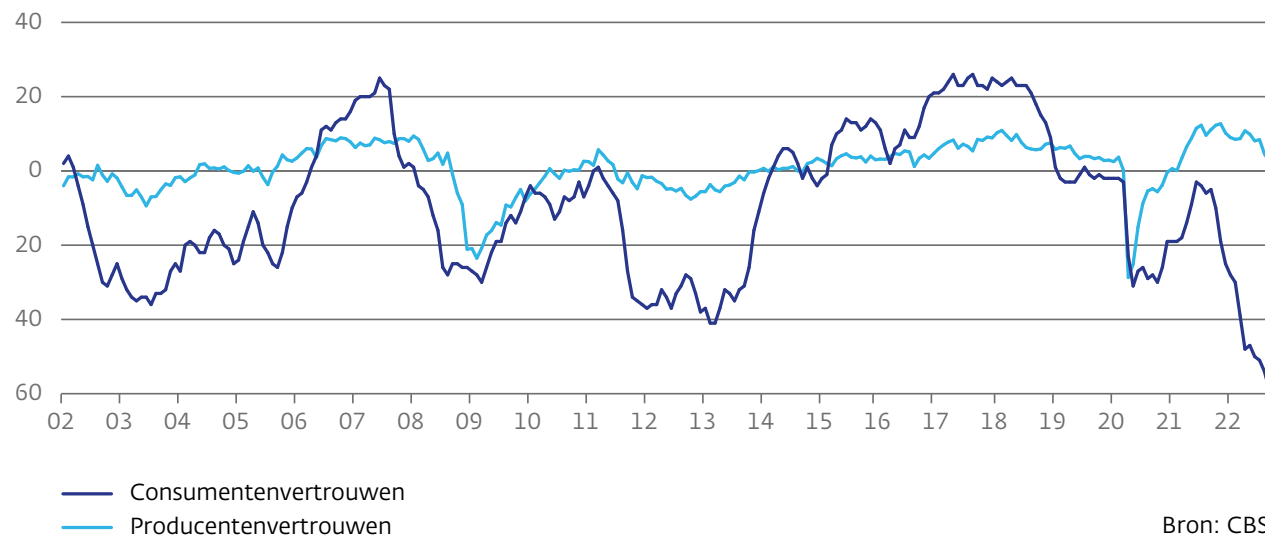
Figuur 6 Zowel de particuliere consumptie als de groothandelsverkopen groeien in Nederland tijdens de eerste helft van 2022 nog

Procentuele volumemutaties j-o-j



Figuur 7 Het consumentenvertrouwen in Nederland is tot het laagste niveau sinds de start van de metingen gezakt

Stemmingsindicator



Financiële markten

Vanuit 'low-for-long' op zoek naar een nieuw evenwicht

Koen Verbruggen, Ralph Verhoeks en Gibran Watfe

Na jaren van lage rente en inflatie, wordt de post-pandemische periode gekenmerkt door een historisch hoge inflatie en snel stijgende rente. Financiële condities zijn in relatief korte tijd aanzienlijk verkrappt en financiële markten zijn in deze omstandigheden op zoek naar een nieuw evenwicht. Als gevolg van de hoge inflatiecijfers passen centrale banken in een hoog tempo het monetaire beleid aan. Renteverhogingen zijn nodig om de inflatie terug te brengen naar de doelstelling, maar zullen eerder opgebouwde kwetsbaarheden aan het licht brengen. Zo zullen schuldhoudbaarheidsproblemen bij bedrijven en overheden mogelijk toenemen. Daarnaast zijn huidige marktwaarderingen nog steeds mede gebaseerd op de veronderstelling dat de inflatie snel terugkeert naar de doelstelling. Het uitblijven hiervan kan tot verdere (schoksgewijze) correcties leiden.

Door de gespannen energiemarkt nemen de risico's in het financiële systeem toe. De Russische invasie van Oekraïne en de daarop volgende onzekerheid over Russische gasleveringen leiden tot een grote stijging van de energieprijzen, resulterend in een vertienvoudiging van de gasprijs (zie [Figuur 8](#)). Markten verwachten bovendien dat de gasprijs de komende jaren hoog zal blijven. Zo laten gastermijncontracten momenteel zien dat de gasprijs tot 2025 op een verhoogd niveau zal blijven liggen. Naast de hoge prijzen is ook de volatiliteit op energiemarkten stevig toegenomen, waardoor energiehandelaren moeten voldoen aan hogere onderpandverplichtingen op uitstaande derivaten. Deze additionele verplichtingen kunnen voor Europese nutsbedrijven

flink oplopen, waardoor liquiditeitsproblemen bij deze bedrijven kunnen ontstaan, met potentiële besmettingseffecten op andere partijen in het financiële systeem. Vooralsnog zijn besmettingseffecten beperkt, mede doordat verschillende landen hebben ingegrepen, bijvoorbeeld door nutsbedrijven te voorzien van liquiditeit. Aanhoudende onrust en volatiliteit op de energiemarkten zou ertoe kunnen leiden dat onderpandverplichtingen hoog blijven of verder oplopen, banken de blootstellingen aan deze sector afbouwen en (energie)handelaren zich terugtrekken. Hierdoor neemt de liquiditeit op de derivatenmarkt af en kunnen prijsbewegingen op de energiemarkt verder toenemen. Het primaire kanaal voor energiebedrijven om aan de liquiditeits-

behoefte te voldoen is het bancaire systeem, waarbij overheden tijdelijk bij kunnen springen om te voorkomen dat in de kern solvabele energiepartijen omvallen.

Mede gedreven door de hogere energieprijzen zijn de inflatiecijfers in de eurozone hoger dan eerder voorzien; ook de inflatieverwachtingen stijgen. Tot op heden overtreffen de inflatiecijfers dit jaar de consensusverwachtingen onder marktpartijen (zie [Figuur 9](#)). Waar eerst werd voorzien dat de inflatiepiek al achter ons zou liggen, wordt de inflatiepiek nu tegen het einde van 2022 verwacht. Wel gaan marktgebaseerde inflatieverwachtingen (op basis van inflatieswaps) ervan uit dat de inflatie in de eerste helft van 2024 weer zal terugkeren tot dicht bij de doelstelling van 2 procent. Ook de inflatieverwachtingen op langere termijn blijven vooralsnog goed verankerd rond de inflatiedoelstelling. Echter zijn er wel eerste signalen dat de inflatieverwachtingen onder consumenten beginnen te verschuiven. Volgens een survey van de ECB rekenen consumenten nu op een inflatie van 3,0 procent over drie jaar en neemt de onzekerheid rond deze verwachting toe. Ook onder Nederlandse huishoudens zijn de inflatieverwachtingen sinds vorig

jaar zomer sterk gestegen. Zo blijkt uit een [DNB-survey](#) dat huishoudens de kans op hoge inflatie (4 procent of hoger) voor de lange termijn inmiddels inschatten op ongeveer 50 procent.

Als gevolg van de aanhoudend hoge inflatiecijfers verkrappen centrale banken het monetaire beleid sneller dan verwacht.

De ECB heeft de beleidsrente dit jaar tot nu toe met 125 basispunten (bps) verhoogd naar 0,75 procent, waaronder een historische grote rentestap van 75 bps in september. Markten rekenen dit kalenderjaar op 135 bps aan extra renteverhogingen en vervolgens 90 bps in 2023, waarmee de beleidsrente op 3 procent zou staan.⁸ De onverwacht snelle verkrapping van het monetaire beleid heeft voor een flinke stijging van marktrenten gezorgd, al zijn deze bewegingen tot op heden ordentelijk verlopen en blijven financiële markten goed functioneren. Ook in de Verenigde Staten is de inflatiedruk hoger en persistenter dan eerder werd aangenomen. Anders dan in het eurogebied speelt hier de toegenomen vraag na de pandemie een belangrijke rol, mede ook de overheidsrespons op de pandemie. De Amerikaanse centrale bank heeft de beleidsrente dit jaar tot nu toe met 300 bps verhoogd naar een bandbreedte van 3 tot 3,25 procent, terwijl voor de rest van het jaar nog 115 bps aan additionele renteverhogingen worden verwacht door markten. De Federal Reserve loopt voor op de ECB, waardoor de Amerikaanse 10-jaarsrente op dit moment hoger staat dan haar Europese evenknie. Het Amerikaanse

monetair beleid heeft eveneens gevolgen voor de financiële condities in de eurozone (zie [Box 3](#) - 'Effecten van Amerikaans monetair beleid op financiële condities in de eurozone'). Het renteverhaal, in combinatie met de relatieve afhankelijkheid van de eurozone van Russisch gas, zorgt voor een verzwakking van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De euro noteert onder pariteit en op het laagste niveau sinds 2002.

De onzekere groei- en inflatievooruitzichten zorgen voor verhoogde volatiliteit op rentemarkten. De langere tijd relatief rustige markten voor staatsobligaties zijn dit jaar opvallend volatiel. De onzekerheid rond de inflatieontwikkeling en de daaropvolgende reactie van centrale banken heeft gezorgd voor grote rentebewegingen. Deze schommelingen worden versterkt door de lagere liquiditeit op staatsobligatiemarkten. Door de hoge volatiliteit nemen de risico's voor handelaren toe, waardoor deze zich (gedeeltelijk) terugtrekken. Zowel in de eurozone als in de VS bevindt de marktdiepte voor termijncontracten op overheidsobligaties zich op het laagste niveau sinds de pandemie-gerelateerde marktstress in het voorjaar van 2020. Dat betekent dat relatief kleine transacties de marktprijzen in grote mate kunnen beïnvloeden. Het verschil tussen de bied- en laatprijzen op de markten voor staatsobligaties loopt tot op heden beperkt op, waarmee er geen sprake is van problemen bij de prijsvorming.

Hoewel de marktliquiditeit is afgenomen, functioneren markten dus vooralsnog naar behoren.

De volatiliteit op (onder meer) rentemarkten kan leiden tot mogelijke amplificatie-effecten in het financiële systeem.

Bij plotse renteschokken kan er, als gevolg van onderpandverplichtingen op posities in rentederivaten, sprake zijn van grote hoeveelheden liquiditeit die in het systeem verplaatst worden. Wanneer hiervoor beleggingen in grote hoeveelheden of in minder liquide marktsegmenten verkocht worden (risico van *fire sales*), kan marktstress zich ook naar andere delen in het systeem verplaatsen. Hierdoor worden prijzen onevenredig beïnvloed, bijvoorbeeld op markten die eigenlijk een lage correlatie met de rente vertonen. Deze besmetting kan verder oplopen door liquiditeitsmismatches in bijvoorbeeld geldmarktfondsen en *open ended funds*, die ook gedwongen zijn te verkopen bij onttrekkingen. Een recent voorbeeld hiervan vormt de onrust op geldmarkten in maart 2020, waarbij als gevolg van grote volatiliteit in rentestanden beleggers in korte tijd grote bedragen liquide moesten maken om aan margeverplichtingen te voldoen. De kwetsbaarheden die toen aan het licht kwamen bij onder meer geldmarktfondsen zijn weliswaar erkend ([FSB, 2020](#)), maar nog niet voldoende geadresseerd. Hierdoor blijven de zwakheden die in 2020 een grote rol hebben gespeeld in de verspreiding van stress in het financiële systeem aanwezig.

⁸ Peildatum voor deze verwachtingen is eind september.

De stijging van (reële) rentes en toegenomen zorgen over de economische groeivoorzichten zetten de waarderingen van (risicovolle) activa onder druk. Wereldwijde aandelenmarkten hebben in de periode van januari tot september dit jaar 24 procent aan waarde verloren als gevolg van de hogere rentes en toegenomen groeizorgen. Europese aandelen verliezen eveneens fors en staan sinds begin dit jaar ongeveer 23 procent lager. Deze verliezen worden vooral gedreven door de gestegen rente (zie [Figuur 12](#) voor een modelmatige uitsplitsing van de factoren achter de ontwikkeling van de Euro Stoxx 50 over de periode januari-september 2022). Hoewel aandelenwaarderingen als gevolg van de recente daling zijn teruggekeerd naar langjarige gemiddeldes, blijven ze kwetsbaar voor een substantiële groeivertraging. Ook de Europese bankensector heeft dit jaar stevige verliezen geleden op aandelenmarkten (-23 procent). De bankensector profiteert weliswaar van de hogere rente, maar

tegelijkertijd nemen de zorgen toe over de impact van de energiecrisis en aankomende groeivertraging op verliezen in het leningenboek (zie '[Financiële instellingen – banken](#)'). De hogere rentes zorgen ook voor verliezen onder de meest speculatieve beleggingen die voor en tijdens de pandemie een enorme vlucht namen. Zo heeft de bitcoin sinds begin dit jaar ongeveer 60 procent in waarde verloren en noteert een mandje met Amerikaanse speculatieve technologie-aandelen die nog geen winst maken sinds begin dit jaar een verlies van 50 procent.

Huidige waarderingen zijn mede gebaseerd op de veronderstelling dat de inflatie snel terugkeert naar de doelstelling, waardoor een verandering in de marktverwachtingen kan leiden tot verdere (schoksgewijze) correcties. Omdat beleggers nu nog uitgaan van een inflatie die in de eerste helft van 2024 terugkeert tot dichtbij de doelstelling, kan een langer durende en

persistent hoger dan verwachte inflatie zorgen voor nieuwe en schoksgewijze aanpassingen op financiële markten. In het recente verleden reageerden markten al sterk op anders dan verwachte inflatiecijfers. Ter illustratie: op 13 september was het Amerikaanse inflatiecijfer hoger dan verwacht (8,3 procent versus 8,1 procent j-o-j verwacht), wat leidde tot een correctie op aandelenbeurzen van zo'n 5 procent op één dag. In het verlengde hiervan kunnen ook verder verslechterende groeivoorzichten en winstverwachtingen van bedrijven de waarderingen drukken. Tot nu toe blijven financiële markten robuust functioneren en zijn schokken goed opgevangen, maar in het geval van een plotselinge verandering in de marktverwachtingen kunnen zich risico's voor de financiële stabiliteit voordoen. In dat geval kunnen schoksgewijze aanpassingen in de risicobereidheid van beleggers en in de waardering van risicovolle activa niet worden uitgesloten.

Box 3 Effecten van Amerikaans monetair beleid op financiële condities in de eurozone

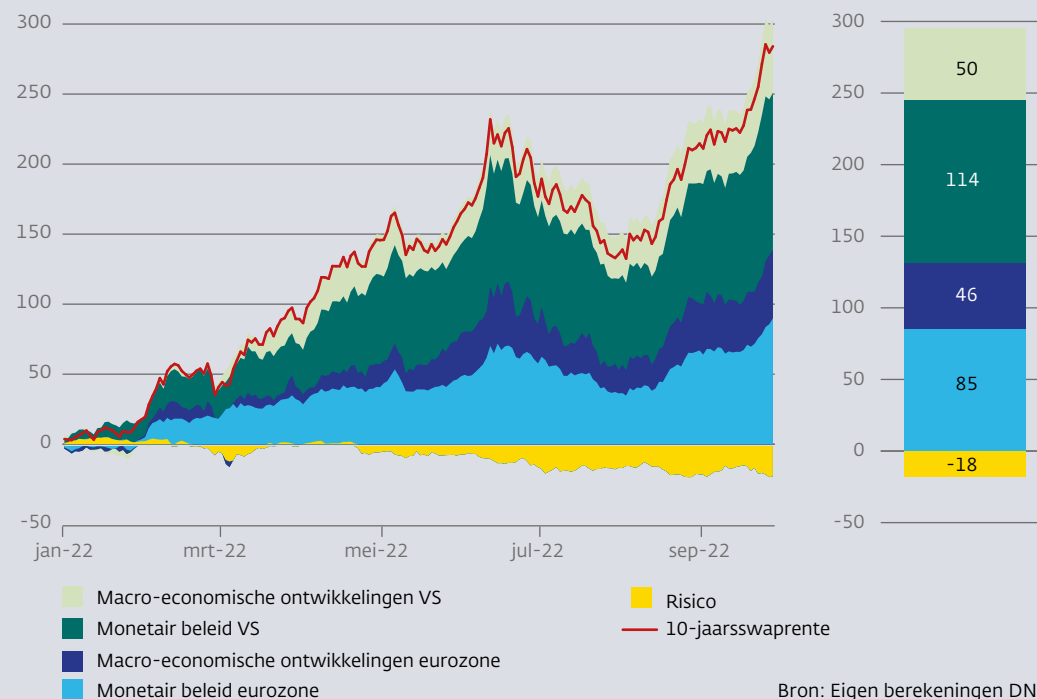
Kasper Goosen en Meilina Hoogland

De Amerikaanse centrale bank heeft sinds maart van dit jaar haar monetair beleid substantieel verkapt, wat ook gevolgen heeft voor financiële condities in de eurozone. Naast forse renteverhogingen, is de [Federal Reserve](#) (Fed) begonnen met het verkleinen van haar balans door onder andere aflopende staatsobligaties niet te herfinancieren. Veranderingen in de beleidskoers van de Fed hebben ook gevolgen voor financiële condities in de eurozone. Zo kunnen beleggers hun renteverwachtingen voor de ECB aanpassen in reactie op beleidsveranderingen van de Fed, of kan onzekerheid over het Amerikaanse monetaire beleid tot hogere risicopremies leiden. In deze box schatten we deze zogeheten overloopeffecten van het Amerikaans monetair beleid op financiële condities in de eurozone.

Een modelmatige decompositie van Europese rentebewegingen wijst op een belangrijke rol van overloopeffecten uit de VS. We gebruiken een BVAR-model om bewegingen in de Europese risicovrije rente (*overnight interest swap*, OIS) met een looptijd van tien jaar uit te splitsen naar Europese drijvers, Amerikaanse drijvers en een mondiale risicocomponent (volgens de methode van [Brand et al., 2021](#)). Hieruit blijkt dat, over de gehele tijdspanne van het model (2005-2022), Amerikaans monetair beleid verantwoordelijk is voor

Figuur 10 Decompositie van Europese swaprentebewegingen sinds begin 2022

Basispunten



Bron: Eigen berekeningen DNB.

Toelichting: De decompositie is gebaseerd op een BVAR-model, waarbij schokken worden geïdentificeerd door middel van tekenrestricties. Het model bevat de 10-jaarsswaprente voor het eurogebied, de Europese aandelenindex (EuroStoxx 50), de Amerikaanse aandelenindex (S&P 500), de EUR/USD wisselkoers en het renteverhaal tussen de swaprente voor het eurogebied en Amerikaanse staatsobligaties (beiden 10-jaars). Een Amerikaanse monetaire beleidsschok leidt in het model tot hogere Europese rentes, lagere Amerikaanse aandelen koersen, een lagere EUR/USD wisselkoers, en een toenemend renteverhaal (i.e. Amerikaanse rentes stijgen meer dan Europese rentes). Zie Brand et. al. (2021) voor het volledige identificatieschema.

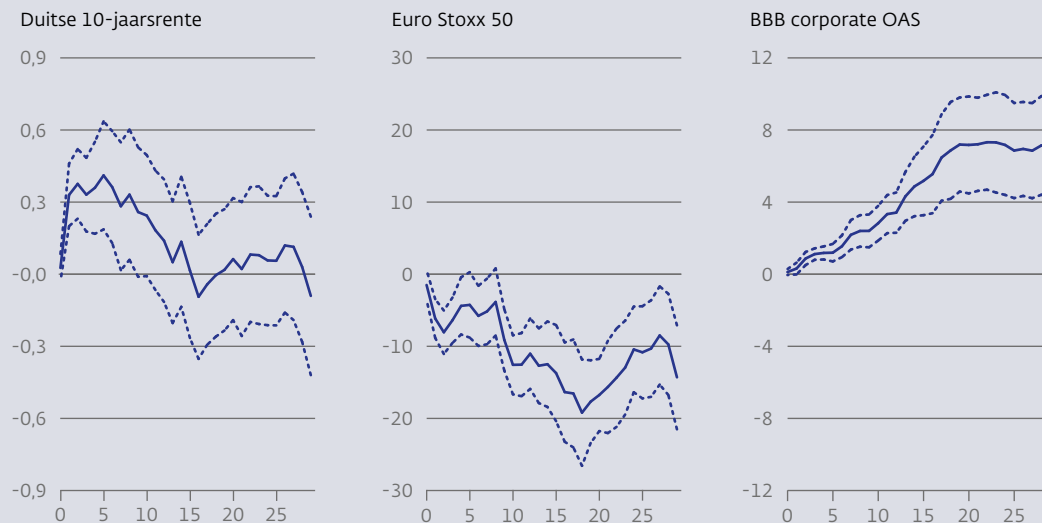
ongeveer 12 procent van de variatie in de Europese rente. Sinds begin dit jaar droeg Amerikaans monetair beleid zelfs al 114 bps bij aan de 277 bps-stijging in de Europese rente (zie [Figuur 10](#)). De bijdrage is de laatste maanden dus relatief groot, wat verklaard kan worden door de grote verschuivingen in het monetaire beleid van de Fed sinds begin dit jaar.

Beleidschokken in de VS hebben een verkrappend effect op Europese financiële condities. We kunnen overloopeffecten beter isoleren door te kijken naar rentebewegingen direct na een monetair besluit van de Fed. Het is aannemelijk dat marktbevingen in die tijdspanne enkel hierdoor worden gedreven, en niet door andere factoren. We splitsen de reactie uit in twee verschillende componenten: onverwachte veranderingen in de monetaire beleidskoers ("beleidsschok") en veranderingen in de economische vooruitzichten ("informatieschok").⁹ [Figuur 11](#) toont het effect van beleidschokken van de Fed op financiële variabelen in de eurozone over een horizon van dertig dagen. Hieruit blijkt dat beleidschokken in de VS leiden tot een sterke verkrapping van Europese financiële condities. Specifiek leidt een beleidsschok tot lagere Europese aandelenkoersen en hogere kredietrisicopremies op risicovolle bedrijfsobligaties. Het effect op de Duitse 10-jaarsrente is in de onderzochte periode (2001-2019)

niet persistent, vermoedelijk doordat de *forward guidance* van de ECB het effect deels dempt. Voor risicovolle activa als aandelen en bedrijfsobligaties is dit niet het geval.

Figuur 11 Impulsresponsfuncties van Fed-schokken op eurozone financiële condities

Basispunten

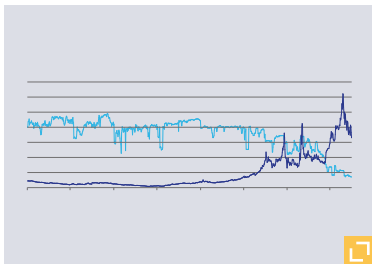


Bron: Eigen berekeningen DNB.

Toelichting: Figuren tonen de cumulatieve impact van Fed-schokken (beleidsschokken) over 30 dagen op basis van local projections, met een betrouwbaarheidsinterval (-1,+1 standaard deviatie).

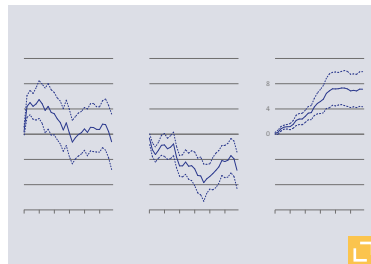
⁹ Een beleidsverandering onthult namelijk indirect ook informatie over de economische vooruitzichten van de centrale bank. Om de splitsing te maken gebruiken we de schokdecompositie van [Jarocinski en Karadi \(2020\)](#), die is gebaseerd op veranderingen in rentes en aandelen in een kort tijdsbestek na een Fed-besluit. Vervolgens schatten we het effect van beide schokken op financiële condities in de eurozone.

Figuren



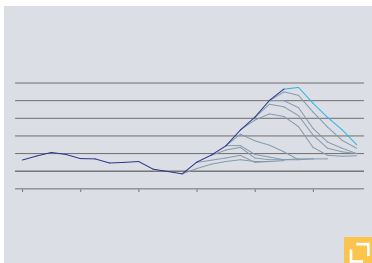
Russische gasleveringen nemen af, gasprijs naar grote hoogte

[Bekijk figuur 8 →](#)



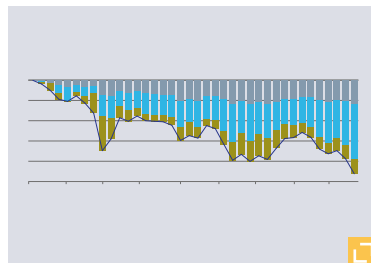
Impulsresponsfuncties van Fed-schokken op eurozone financiële condities

[Bekijk figuur 11 →](#)



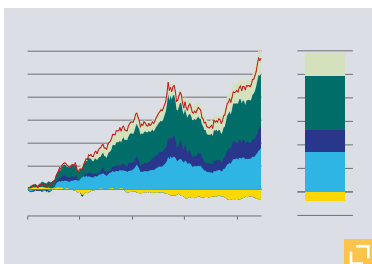
Inflatie overtreft voortdurend de marktverwachtingen

[Bekijk figuur 9 →](#)



Cumulatieve verliezen van Europese aandelen sinds begin 2022 vooral gedreven door hogere rente

[Bekijk figuur 12 →](#)

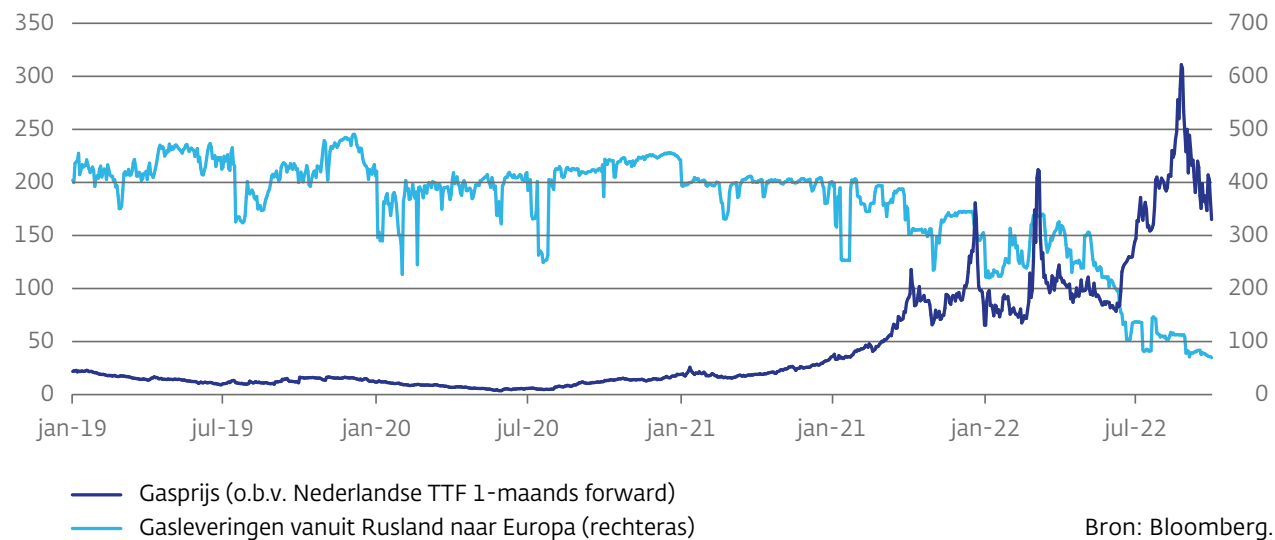


Decompositie van Europese swaprentebewegingen sinds begin 2022

[Bekijk figuur 10 →](#)

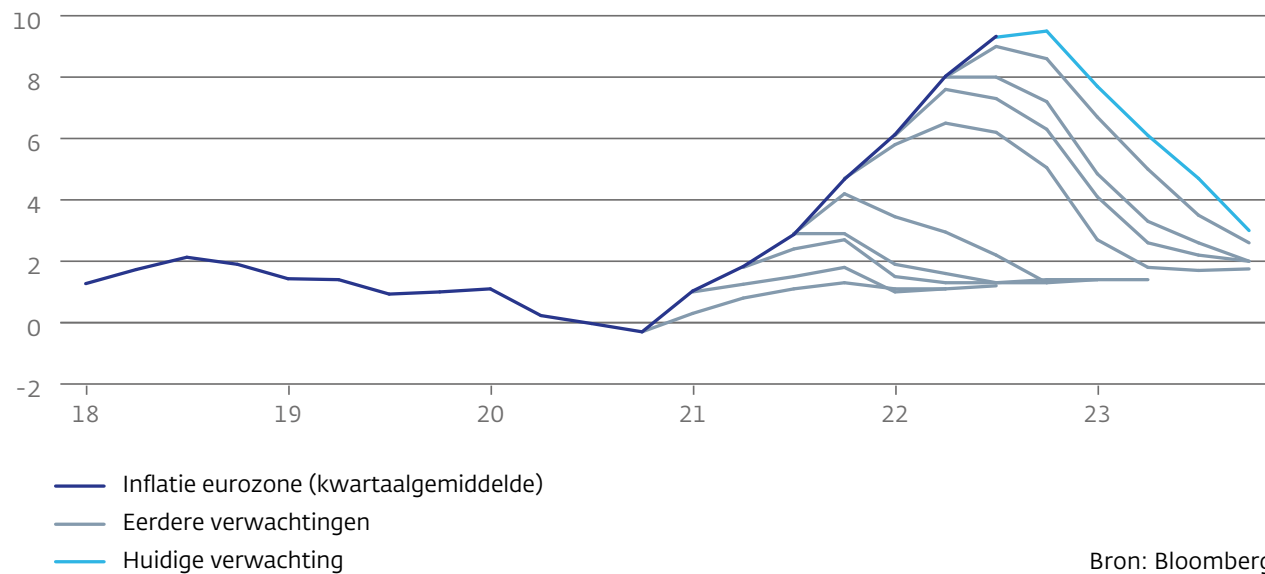
Figuur 8 Russische gasleveringen nemen af, gasprijs naar grote hoogte

Euro per MWh, miljoenen m3 per dag



Figuur 9 Inflatie overtreft voortdurend de marktverwachtingen

Procentuele mutatie j-o-j

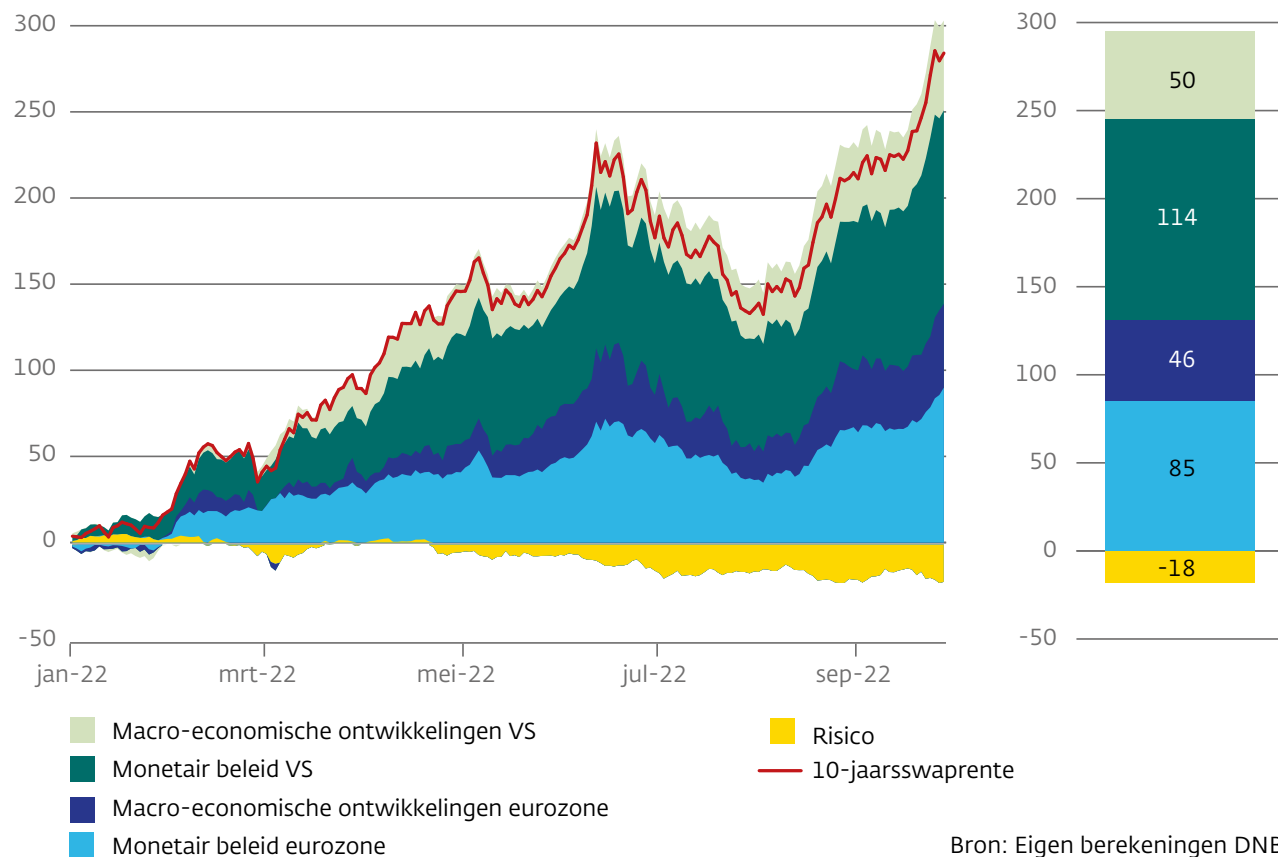


Bron: Bloomberg.

Toelichting: op basis van mediane analistenverwachtingen uit Bloomberg (gemiddelde inflatie per kwartaal, j-o-j)

Figuur 10 Decompositie van Europese swaprentebewegingen sinds begin 2022

Basispunten

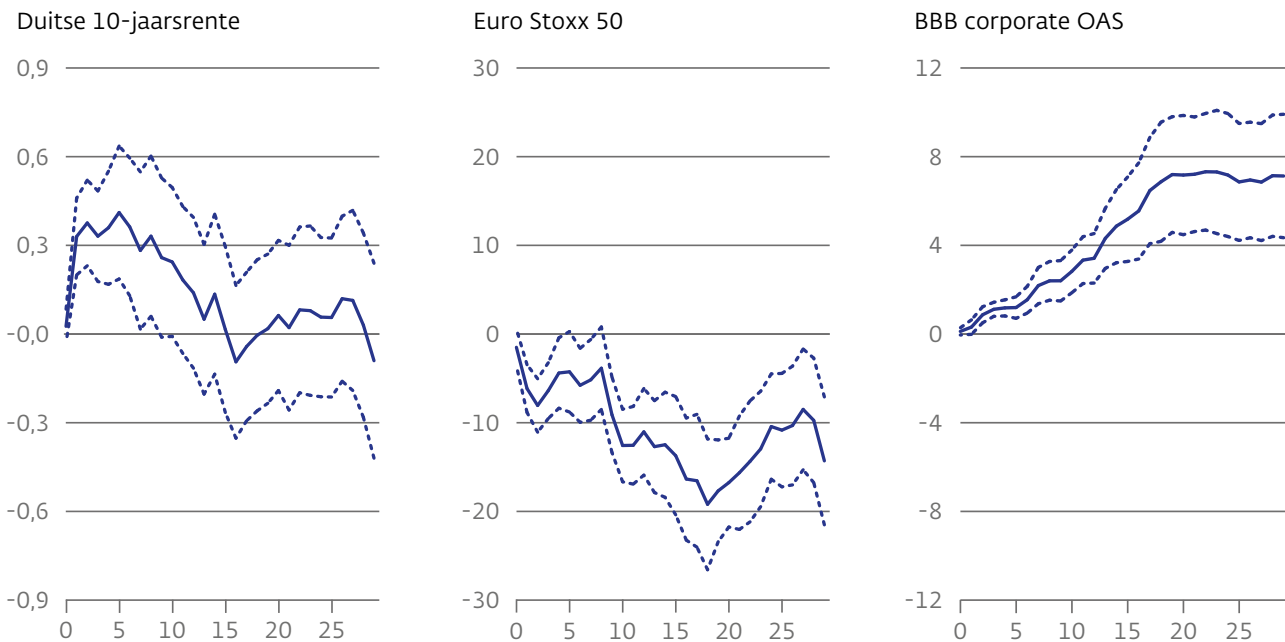


Toelichting: De decompositie is gebaseerd op een BVAR-model, waarbij schokken worden geïdentificeerd door middel van tekenrestricties. Het model bevat de 10-jaarsswaprente voor het eurogebied, de Europese aandelenindex (EuroStoxx 50), de Amerikaanse aandelenindex (S&P 500), de EUR/USD wisselkoers en het renteverval tussen de swaprente voor het eurogebied en Amerikaanse staatsobligaties (beiden 10-jaars). Een Amerikaanse monetaire beleidsschok leidt in het model tot: hogere Europese rentes, lagere Amerikaanse aandelenkoersen, een lagere EUR/USD wisselkoers, en een toenemend renteverval (i.e. Amerikaanse rentes stijgen meer dan Europese rentes). Zie Brand et. al. (2021) voor het volledige identificatieschema. Data is afkomstig uit Bloomberg.

Bron: Eigen berekeningen DNB.

Figuur 11 Impulsresponsfuncties van Fed-schokken op eurozone financiële condities

Basispunten

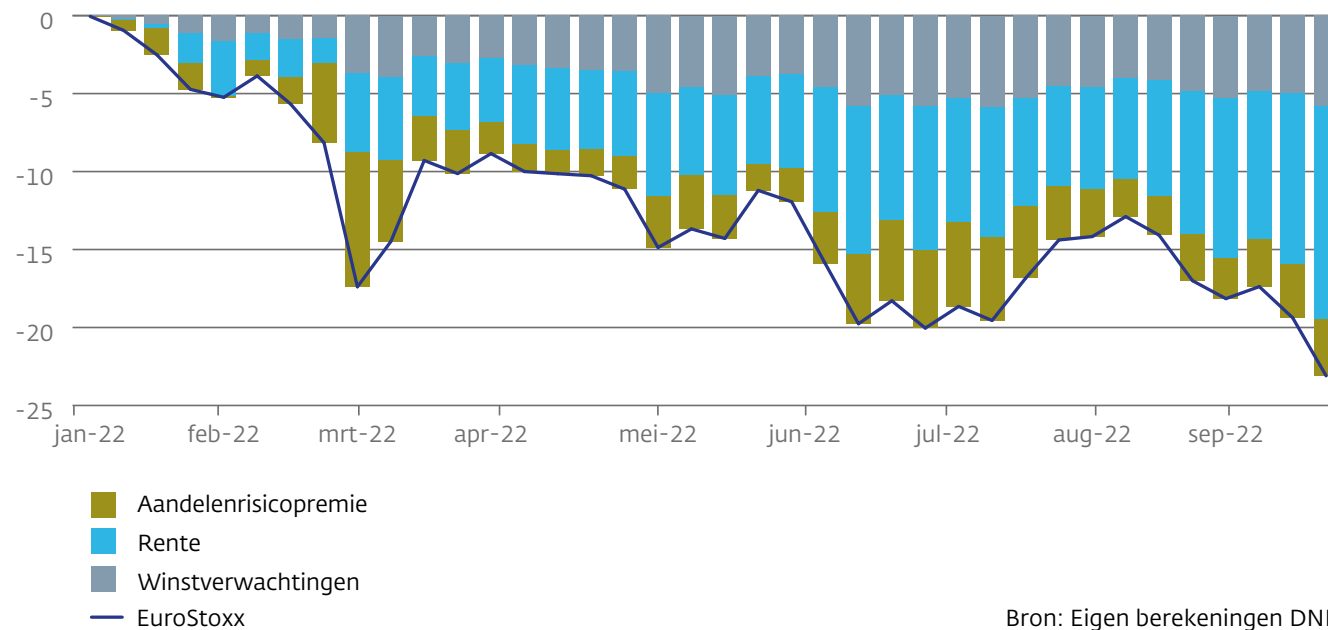


Bron: Eigen berekeningen DNB.

Toelichting: Figuren tonen de cumulatieve impact van Fed-schokken (beleidsschokken) over 30 dagen op basis van local projections, met een betrouwbaarheidsinterval (-1,+1 standaard deviatie).

Figuur 12 Cumulatieve verliezen van Europese aandelen sinds begin 2022 vooral gedreven door hogere rente

Procenten



Bron: Eigen berekeningen DNB.

Financiële instellingen

Weerbaarheid van de financiële sector opnieuw op de proef gesteld

Thomas van den Berg, Francesco Caloia, Marco van Hengel, Menno van der Ven en Ralph Verhoeks

Financiële instellingen worden op verschillende manieren geraakt door de hoge inflatie en de stijging van de rente. Op de langere termijn verbetert een hogere rente de winstgevendheid van banken en ook voor verzekeraars en pensioenfondsen is een stijgende rente in beginsel positief. Tegelijkertijd kunnen betalingsproblemen bij bedrijven en huishoudens toenemen door de hogere rente, de hoge energiekosten en een lagere economische groei. Financiële instellingen moeten zich daarom voorbereiden op een toename in kredietverliezen. Banken dienen daarom terughoudend te zijn met de uitkering van dividend en de inkoop van aandelen en de buffers boven de wettelijke vereisten zoveel mogelijk in stand te houden.

3.1 Banken

Banken slagen er tot nu toe goed in om hun winstgevendheid op peil te houden. Mede door de ruime budgettaire en monetaire maatregelen hebben zich tijdens de coronacrisis minder kredietverliezen voorgedaan dan eerder werd verwacht. Daarnaast hebben hogere provisiebaten en de *targeted longer-term refinancing operations* (TLTRO's), waarmee de ECB langlopende leningen verstrekt aan banken tegen gunstige tarieven, bijgedragen aan de winstontwikkeling. Ten slotte heeft ook het krachtige economisch herstel uit de coronacrisis bijgedragen aan het beperkt blijven van de kredietverliezen bij banken.

Op langere termijn verbetert een hogere rente de winstvooruitzichten van banken. De inkomsten van banken zijn grotendeels afhankelijk van de marge tussen de vergoeding voor het aantrekken van financiering enerzijds en de rente op de kredietuitzettingen anderzijds. In de afgelopen jaren, die gekenmerkt werden door een langdurig lage rente, stond deze marge weliswaar onder druk, maar kwam nog altijd bijna 75 procent van het operationeel inkomen van Nederlandse banken uit rentebaten (zie [Figuur 13](#)). In een omgeving met positieve rente kunnen banken hun rentemarge makkelijker op peil houden of vergroten. Ten eerste kunnen banken lage of negatieve rentes namelijk maar beperkt doorberekenen aan consumenten. Ten tweede ondervinden banken relatief veel concurrentie van

niet-bancaire-instellingen als veel liquiditeit in de markt beschikbaar is en bedrijven daardoor ook makkelijker en goedkoop toegang hebben tot andere financieringsbronnen. Vanuit structureel perspectief kan de huidige stijging van de rente dan ook uiteindelijk beschouwd worden als een gunstige ontwikkeling voor de winstgevendheid en het bedrijfsmodel van banken.

Op kortere termijn ondervinden banken echter ook negatieve gevolgen van een stijging van de rente. Er is sprake van een forse omslag in de rente die zich in korte tijd heeft voorgedaan. Banken worden hier op verschillende manieren door geraakt. De inkomsten komen onder druk te staan doordat de financieringskosten van banken eerder toenemen dan de rente-inkomsten. De uitstaande kredietverlening, zoals voor hypotheekleningen, kent doorgaans een langere looptijd dan de aangetrokken financiering, die vooral uit kortlopende deposito's bestaat. Door deze mismatch zal een hogere rente zich geleidelijk en pas na enige tijd vertalen in hogere rente-inkomsten. Banken hebben dit renterisico vaak grotendeels afgedekt door middel van rentederivaten, maar dit verschilt per bank en hangt af van verschillende factoren, zoals het bedrijfsmodel, omvang van contracten en resterende looptijd.

Daarnaast kunnen de inkomsten van banken afnemen door een vertraging in de kredietverlening en een afname van de niet-rente-inkomsten in een neerwaarts economisch scenario.

Daarnaast moeten banken de komende tijd rekening houden met een sterke toename in kredietverliezen. De combinatie van lagere economische groei, hogere rente en een verdere stijging van de energiekosten kan tot betalingsproblemen bij bedrijven en huishoudens leiden als gevolg van hoge schulden en een verminderde terugbetalingscapaciteit. Deze kredietrisico's doen zich vooral voor bij uitstaande leningen aan niet-financiële bedrijven, blootstelling aan commercieel vastgoed en de hypotheekportefeuilles.

3.1.1 Leningen aan niet-financiële bedrijven

Nederlandse niet-financiële bedrijven hebben relatief hoge schulden. De afgelopen jaren is de totale bedrijfsschuld afgenomen. Ook in de coronacrisis is de totale Nederlandse bedrijfsschuld (als percentage van het bbp) nauwelijks toegenomen. De totale schuld van Nederlandse bedrijven lag in het eerste kwartaal van 2022 met 143 procent van het bbp echter nog altijd ruim boven het gemiddelde van 110 procent in het eurogebied. Ook gecorrigeerd voor intra-concern leningen ligt de bedrijfsschuld in Nederland (127 procent van het bbp) hoger dan in het eurogebied (82 procent van het bbp) (zie [Figuur 14](#)). De hoge schulden maken Nederlandse bedrijven kwetsbaar voor een economische groeivertraging. Dit onderstreept het belang van fiscale maatregelen die schuldfinanciering minder aantrekkelijk

maken. Bedrijven met een groter eigen vermogen en een gediversifieerde financieringsmix zijn beter in staat om schokken op te vangen.

Een hogere rente zal zich op korte termijn bij een groot deel van de bedrijven gaan vertalen in hogere financieringslasten.

Door de lage rente en ruime mate van liquiditeit in afgelopen jaren was het voor bedrijven aantrekkelijk om leningen aan te trekken. Dit heeft bovendien vaker tegen een langere looptijd plaatsgevonden. Ook hebben bedrijven de lage rente benut om meer obligaties uit te geven. Tegelijkertijd heeft nog ruim 43 procent van de bedrijven een schuld die het komende jaar geherfinancierd moet worden of een nieuwe rente krijgt (zie [Figuur 15](#)). Deze bedrijven zullen bij herfinanciering geconfronteerd worden met hogere rentelasten en mogelijke liquiditeitsrisico's. De impact loopt sterk uiteen, omdat de financieringsstructuur van het Nederlandse bedrijfsleven zeer heterogeen is. Vooral het Nederlandse midden- en kleinbedrijf (mkb) is afhankelijk van bancaire kredietverlening en daardoor kwetsbaarder voor een hogere rente. Daarnaast zullen bedrijven die tijdens de coronapandemie tijdelijk uitstel van betaling van de Belastingdienst hebben gekregen van start gaan om deze schuld alsnog te betalen. Het gaat om 269.000 ondernemers en een bedrag van 19 miljard euro die in de komende vijf jaar moet worden betaald.

De kwetsbaarheid voor hogere energieprijzen loopt sterk uiteen en verschilt per sector. Het binnenlandse deel van de

Nederlandse bedrijfsschulden wordt voor twee-derde aangehouden door banken. De totale uitstaande bancaire kredietverlening aan niet-financiële bedrijven bedraagt ongeveer 620 miljard euro. Dit komt overeen met ongeveer 22 procent van het balanstotaal van de Nederlandse banken. De blootstelling van Nederlandse banken op de meest energie-intensieve sectoren, zoals metaal, chemie, waterbedrijven, vervoer en horeca, is relatief beperkt met 10 tot 15 procent van de totale uitstaande leningen (2022K2). Tweede ronde effecten zijn mogelijk echter belangrijker en bovendien onzeker. Als namelijk ook sectoren in aanmerking worden genomen waarvan de winstgevendheid sterk beïnvloed kan worden door hogere energiekosten, zoals landbouw en industrie, dan bedraagt de totale (indirecte) blootstelling iets meer dan 40 procent van de totale leningenportefeuille (zie [Figuur 16](#)).

Nederlandse banken zullen de komende tijd naar verwachting extra voorzieningen moeten treffen voor niet-presterende leningen van bedrijven. Het percentage bedrijfsleningen dat tot en met het tweede kwartaal van 2022 als niet-presterend is aangemerkt (zogenoemde stage-3 leningen) is in meerjarig perspectief nog altijd laag met slechts 3,1 procent. Ook het aandeel bedrijfsleningen dat als verhoogd betalingsrisico wordt aangemerkt (de stage-2 leningen) is sinds het hoogtepunt van de coronacrisis afgenomen van 15,1 naar 12,1 procent. Bij een aanhoudende inflatie, hogere rente en verdere economische verslechtering zullen naar verwachting echter meer bedrijven in problemen komen. Bankens zullen daarom hun leningenportefeuille zorgvuldig moeten blijven monitoren om mogelijke betalings-

problemen tijdig te identificeren. Dit is vooral ook van belang vanwege de hoge mate van onzekerheid en de unieke economische omstandigheden, die sneller tot betalingsproblemen kunnen leiden dan op dit moment door de modelberekeningen van banken wordt geraamd. Modellen zijn mogelijk onvoldoende toegerust op de nieuwe omgeving. Het is daarom van belang om extra alert te zijn op de specifieke omstandigheden en waar nodig tijdig hogere voorzieningen te treffen.

3.1.2 Blootstellingen op commercieel vastgoed

Verslechterende financiële omstandigheden vergroten de risico's voor vastgoedontwikkelaars. Hoge rentes maken het kostbaarder om nieuwe projecten en renovaties te financieren en verminderen de leencapaciteit van vastgoedbedrijven. Vastgoedinvesteringen worden vaak grotendeels met schuld gefinancierd. Een rentestijging kan daardoor investeringen in deze sector in de nabije toekomst vertragen. Hoge rentes brengen bovendien herfinancieringsrisico's met zich mee. Bijna 52 procent van de door commercieel vastgoed gedekte leningen moet in de komende drie jaar opnieuw gewaardeerd worden. Dit betekent dat vastgoedontwikkelaars substantiële herfinancieringsrisico's lopen op hun uitstaande schuld, wat tot verhoogde kredietrisico's leidt voor kredietverstrekkers. In de eerste helft van 2022 is het aantal stage-2 leningen voor commercieel vastgoed met 2,9 procentpunt gestegen.

Stijgende productiekosten en aanbodketenverstoringen verhogen het risico op vertragingen en kostenoverschrijding bij de ontwikkeling van nieuw vastgoed. [Figuur 17](#) laat zien dat bouwkosten in de eerste zes maanden van 2022 zijn gestegen met 7 procent, voornamelijk door hoge materiaalkosten (+10 procent). Hoge bouwkosten kunnen leiden tot vertragingen en kostenoverschrijding voor nieuwbouwprojecten en renovaties. In combinatie met hoge rentes, kunnen investeringen in de commerciële vastgoedsector daardoor vertragen. Tegelijkertijd is inflatie juist een positieve factor voor vastgoedrendementen en – waarderingen, omdat de huurinkomsten nauw samenhangen met de inflatie. Zo zijn de huurstijgingen in het geliberaliseerde huurwoningsegment gemaximeerd op de inflatie plus 1 procent over de periode 2022-2024.

Inflatie, hogere rente en een groter risico op een recessie kunnen vastgoedwaarderingen en de schuldafllossingscapaciteit van vastgoedondernemingen onder druk zetten. De normalisering van de rentetarieven leidt tot hogere rentebetalingen voor vastgoedbeleggers. Als de huurinkomsten die door de verhuurde panden worden gegenereerd achterblijven bij de huidige inflatie (bijvoorbeeld vanwege politieke druk om huurders te beschermen), zou de *debt service coverage ratio* (DSCR) en schuldafllossingscapaciteit van lenende bedrijven kunnen verslechteren. Hogere rentetarieven verlagen de contante waarde van toekomstige huurinkomsten, wat leidt tot extra druk

op waarderingen van onroerend goed. Tot slot draagt het recessierisico in negatieve zin bij aan deze waarderingen, doordat de kans op leegstand wordt vergroot.

3.1.3 Kredietverlening hypotheekleningen aan huishoudens

De stijgende hypotheekrente en de verslechterde economische vooruitzichten vergroten de kans op een prijscorrectie op de woningmarkt. De sterke prijsstijging van de afgelopen jaren is grotendeels het resultaat van een toegenomen financieringsruimte voor huishoudens geweest: doordat de rente lange tijd daalde en het inkomen steeg, konden huishoudens steeds meer lenen voor de aankoop van een woning. Een schaars aanbod en belastingvoordelen op eigenwoningbezit en schuldfinanciering hebben huishoudens ertoe aangezet om van deze financieringsruimte gebruik te maken, wat prijzen heeft opgedreven. Nu de rente stijgt en het vertrouwen in de woningmarkt afneemt, koelt de prijsstijging al een aantal maanden af. DNB verwacht dat de prijsstijging verder zal afzwakken (zie [Figuur 18](#)). Door een stijgende hypotheekrente kunnen huishoudens minder lenen voor de aankoop van een woning, wat de prijsstijging dempt. Voor een huishouden met een bruto jaarinkomen van 50.000 euro resulteert een rentestijging van 2 procentpunt in ongeveer 15.000 euro minder leenruimte terwijl dit voor een huishouden met een twee keer zo hoog inkomen en een 3 procentpunt rentestijging 64.000 euro is (zie [Figuur 19](#)). De daling in de leenruimte hangt echter ook af van eventuele inkomensstijgingen.

Voor een deel van de huizenbezitters vormen dalende huizenprijzen een risico op onderwaterstand. Door de sterk gestegen huizenprijzen en zowel reguliere als vrijwillige aflossingen op de hypotheekschuld is de gemiddelde schuldwaardeverhouding (zogenoemde 'loan-to-value' of 'LTV-ratio') gedaald. Hierdoor staan huishoudens over het algemeen minder snel onder water bij dalende huizenprijzen dan in aanloop naar de vorige prijscorrectie in 2008 het geval was. De verschillen tussen huizenbezitters zijn echter aanzienlijk, waarbij over het algemeen recente, vaak nog jonge, starters een grote hypotheekschuld moeten terugbetalen en oudere huizenbezitters een grote overwaarde in de woning hebben opgebouwd. Uit een scenario-analyse blijkt dat als de huizenprijzen 20 procent zouden dalen, de LTV-ratio van 13 procent van de huiseigenaren tot boven de 90 procent zou stijgen. 8 procent van de huiseigenaren komt door een dergelijke prijsdaling daadwerkelijk onder water te staan (zie [Figuur 20](#)).¹⁰ Huizenprijsdalingen hebben een negatieve impact op de consumptie doordat bij huiseigenaren de onzekerheid over de waarde van hun vermogen toeneemt. Dit raakt ook de reële economie.

De stijgende rente vormt ook een herfinancieringsrisico voor huishoudens wanneer de rentevaste periode of looptijd van hun hypotheek eindigt. Huishoudens die begin dit jaar een hypotheek afsloten hebben gemiddeld genomen voor zekerheid

gekozen: de gemiddelde rentevaste periode op nieuw afgesloten hypotheek bedroeg in het eerste kwartaal van 2022 meer dan 15 jaar. Voor 75 procent van de uitstaande hypotheekschuld staat de rente nog meer dan vijf jaar vast. Voor een kwart van de hypotheekschuld materialiseert het renterisico zich op de kortere termijn, waarvoor de huishoudens geconfronteerd kunnen worden met hogere maandlasten als percentage van hun besteedbare inkomen (de zogenaamde 'debt-service-to-income' of 'DSTI'-ratio). Uit een scenarioanalyse blijkt dat bij een 3 procentpunt stijging van de hypotheekrente de gemiddelde DSTI-ratio van huiseigenaren waarvan de rentevaste periode op korte termijn afloopt toeneemt van 12 naar 17 procent ([Figuur 21](#)). Het percentage huishoudens dat bij deze rentestijging meer dan een kwart van het besteedbaar inkomen uitgeeft aan de maandelijkse hypotheeklasten, stijgt van 12 naar 26 procent. Naar verwachting blijven de extra verliezen van banken in hun hypotheekportefeuille met een rentestijging van 2 procentpunten echter beperkt.¹¹ Nederlandse kredietverstrekkers leiden overigens al jaren nauwelijks verliezen op hun hypotheekportefeuilles, ook niet tijdens eerdere periodes van economische neergang, mede doordat de overheid garanties heeft verstrekt op een substantieel deel van de hypotheekschuld (NHG-dekking). Daarnaast hebben schuldeisers in Nederland een sterke positie in het geval van wanbetalingen.

De financiële druk op huishoudens is door de hoge schuld-inkomensverhoudingen, hoge inflatie en stijgende rente toegenomen, wat mogelijk ook zijn weerslag op de kwaliteit van hypotheekportefeuilles gaat hebben. De inflatie is het afgelopen jaar bijzonder snel gestegen in Nederland en vooral de prijzen van basisbehoeftes zoals energie en voedsel zijn sterk toegenomen. Door de hogere lasten houden huishoudens minder besteedbaar inkomen over om aan hun hypotheeklasten te voldoen. Doordat huishoudens de afgelopen jaren steeds vaker de leengrenzen hebben opgezocht voor een woningaankoop, zijn bovendien de schuldinkomensverhoudingen toegenomen: ongeveer 60 procent van de huishoudens onder de 36 jaar en 45 procent van de oudere huishoudens heeft een schuldinkomensverhouding van boven de 450 procent ([Figuur 22](#)). Tegelijkertijd is ook de hypotheekrente opgelopen, waardoor huiseigenaren mogelijk aan het einde van het rentecontract met hogere rentelasten worden geconfronteerd. De berichten over wanbetalingen bij huishoudens nemen al een aantal maanden toe en [volgens het Nibud](#) komen steeds meer huishoudens financieel in de knel. Het risico dat huishoudens niet aan hun hypotheekverplichtingen kunnen blijven voldoen neemt daardoor toe, met op termijn mogelijk toenemende verliezen op de hypotheekportefeuilles van kredietverstrekkers tot gevolg. Positief is dat de werkloosheid laag is en naar verwachting, in combinatie met de krappe arbeidsmarkt, ook relatief laag blijft. Ook verzacht het

¹⁰ Eigen berekening op basis van de RRE-dataset.

¹¹ Bij een rentestijging van 2 procentpunten neemt de *probability of default* van hypothecaire leningen met 2 procentpunten toe.

overheidsbeleid enigszins de koopkrachtgevolgen van met name de gestegen energieprijzen.

Tegen de achtergrond van de aanhoudende systeemrisico's op de woningmarkt verlengt DNB de ondergrens voor de risicoweging van hypotheekleningen met twee jaar. Op 1 januari 2022 heeft DNB een ondergrens aan de risicoweging van hypotheekleningen door banken met een intern risicomodel ingevoerd, omdat deze risicomodellen onvoldoende rekening houden met het hierboven beschreven systeemrisico in de huizenmarkt. De sterk stijgende huizenprijzen hebben via lagere schuldwaardeverhoudingen in dalende risicogewichten geresulteerd, waardoor banken minder kapitaal voor hun hypotheekportefeuilles hoeven aan te houden. De maatregel zorgt ervoor dat banken beter in staat zijn de gevolgen van een eventuele prijscorrectie op de woningmarkt en de economische gevolgen daarvan op te vangen. Met de verlenging zal de maatregel in ieder geval tot 1 december 2024 van kracht zijn. DNB blijft de ontwikkelingen op de woningmarkt nauwgezet volgen en zal de maatregel heroverwegen als het systeemrisico in de woningmarkt significant afneemt of materialiseert.

3.1.4 Weerbaarheid bankensector

Nederlandse banken hebben op dit moment een goede uitgangspositie. De kapitaalpositie en de liquiditeitsratio's van de Nederlandse bankensector bevinden zich op dit moment ruim boven de minimumvereisten (zie [Figuur 23](#)).¹² Hiermee is de Nederlandse bankensector beter gekapitaliseerd dan het EU-gemiddelde. Tegenover de toegenomen risico's staat dus een onverminderd sterke uitgangspositie.

Ook in een stress scenario van aanhoudend hoge inflatie en verder stijgende rente zijn Nederlandse banken weerbaar. DNB heeft met behulp van een stresstest de schokbestendigheid van de bankensector in kaart gebracht. In dit stress scenario verslechtert de kapitaalpositie van de bankensector, maar blijft deze ruim boven het vereiste minimum. In het stresstestscenario lopen de kredietverliezen op tot bijna 23 miljard euro en daalt de gemiddelde CET1-ratio van Nederlandse banken tot eind 2024 met 2,7 procentpunt. De kapitaalpositie van banken geeft hen een goede uitgangspositie om de verliezen in het stress scenario te absorberen, zonder gevolgen voor de kredietverlening. Ook wanneer de macro-economische ontwikkelingen nog slechter zouden uitpakken dan in het stress scenario is verondersteld, lijken banken dankzij hun uitgangspositie niet snel in de problemen te komen (zie verder [Box 4](#) – 'Stresstest naar de weerbaarheid van banken').

Banken dienen prudent om te gaan met dividenduitkeringen en aandeleninkoop en de buffers boven de wettelijke vereisten zoveel mogelijk in stand te houden. Met het oog op de toegenomen risico's, is het van belang dat het kapitaalniveau van banken op peil blijft. Om die reden is het belangrijk dat banken prudent omgaan met voornemens omtrent dividenduitkeringen en aandeleninkoop. Daarbij dienen ze nauwlettend rekening te houden met een toename van kredietverliezen en de impact daarvan op de kapitaalpositie. Overigens dragen ook een verdere reductie van operationele kosten en hogere winsten bij aan het behoud van een sterke kapitaalpositie.

DNB houdt vast aan de uiteindelijke opbouw van een CCyB van 2 procent. Na het uitbreken van de pandemie heeft [DNB](#) de systeembuffers verlaagd om de kredietverlening te ondersteunen. Toen is ook besloten om de verlaging van de systeembuffers te compenseren door een geleidelijke opbouw van de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) naar een niveau van 2 procent in een neutrale risico-omgeving. In mei van dit jaar heeft [DNB](#) de eerste stap genomen door de CCyB te verhogen naar 1 procent. Banken zullen per 25 mei 2023 aan deze eis moeten voldoen, onder voorbehoud dat het huidige risicobeeld niet fors verslechtert. DNB zal in 2023 ook het raamwerk voor de systeemrelevantiebuffers voor *Other Systemically Important Institutions* (O-SII buffers) tegen het licht houden.

¹² De daling van de CET1-ratio in 2022 vindt zijn oorzaak in een toename van risicogewogen activa, gedeeltelijk door de invoering van de Regeling risicoweging hypothecaire leningen.

Box 4 Stresstest naar de weerbaarheid van banken

Francesco Caloia, Remco van der Molen en Alessandro Pollastri

Met behulp van een stresstest brengen we de schokbestendigheid van de Nederlandse bankensector in kaart.

Aan de basis van de stresstest ligt een negatief, maar nog wel plausibel macro-economisch scenario. In dit scenario ontwikkelen de belangrijkste macro-economische variabelen zich slechter dan op dit moment wordt verwacht. Hierbij geldt overigens dat in de huidige onzekere situatie ook een nog slechter scenario niet ondenkbaar is. In de stresstest wordt berekend wat de impact van dit scenario is op de kapitaalpositie van de vier grootste Nederlandse banken. Op deze manier krijgen we inzicht in de schokbestendigheid van de Nederlandse bankensector, en kunnen we beoordelen in hoeverre sprake is van een bedreiging van de financiële stabiliteit.

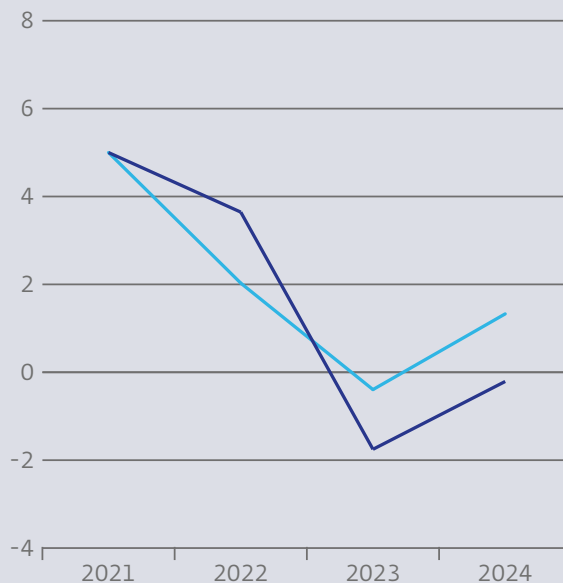
In het stress scenario houdt de hoge inflatie langer aan en stijgt de rente verder.¹³ In dit scenario valt de inflatie met 10,0 procent in 2023 aanzienlijk hoger uit dan nu voorzien, om in 2024 te dalen naar 2,8 procent. In lijn hiermee neemt ook de rente verder toe. De korte rente loopt op tot 2,6 procent in 2024, terwijl de lange rente in 2024 2,7 procent bedraagt.

¹³ Dit macro-economische scenario is opgesteld met behulp van [DELFI](#).

Figuur 24 Scenario stresstest zwaarder dan alternatief EOV

Procentuele mutatie j-o-j

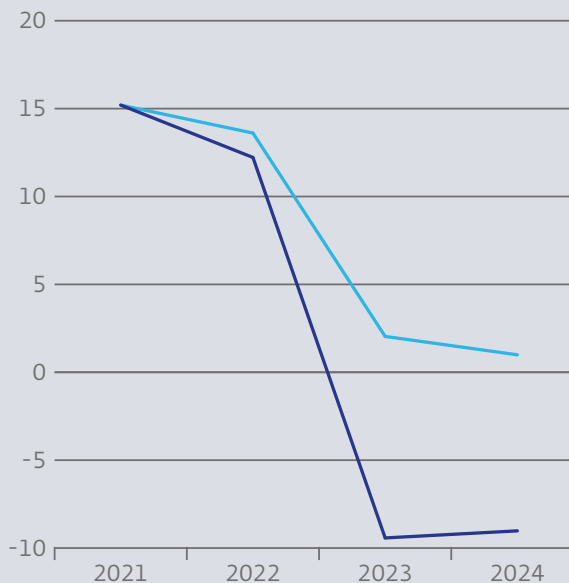
Bbp



— Stress scenario OFS oktober 2022

— Alternatieve scenario EOV juni 2022 (zonder energiestop)

Huizenprijzen



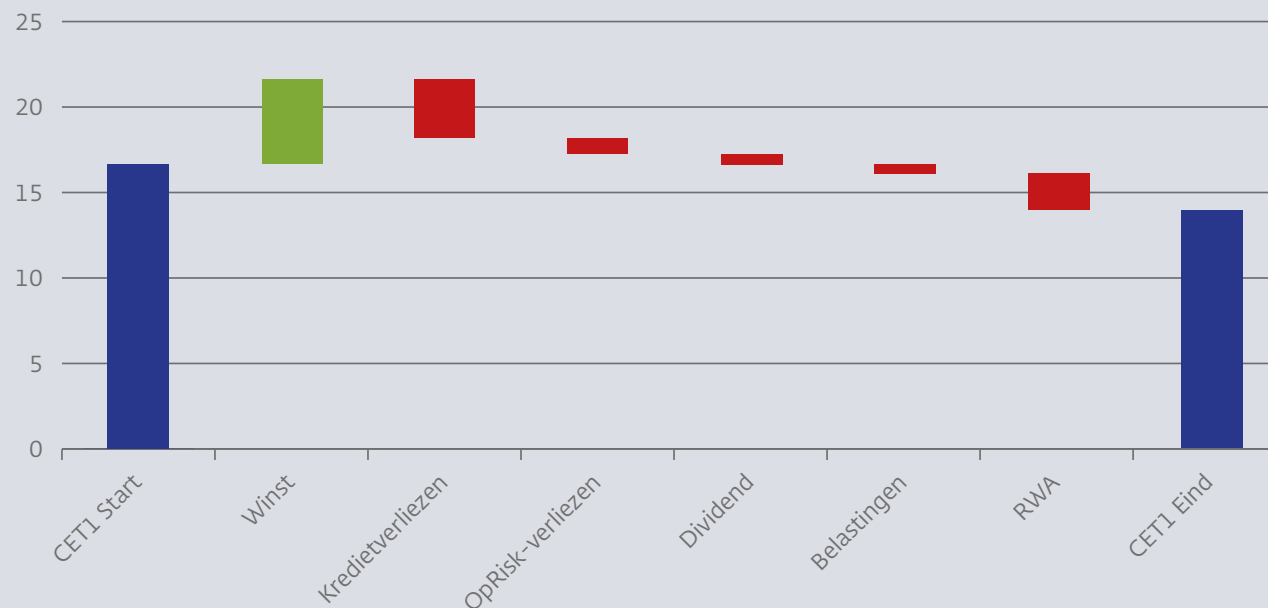
Bron: Eigen berekeningen DNB.

Door de hoge inflatie hebben consumenten minder te besteden, en de hoge rente zorgt ervoor dat bedrijven minder investeren. Lagere reële inkomens en de hogere rente zetten ook een rem op de groei van huizenprijzen. In combinatie met een negatieve vertrouwensschok leidt dit tot een daling van de huizenprijzen in 2023 en 2024 van in totaal ruim 18 procent (zie [Figuur 24](#), rechts).¹⁴ De Nederlandse economie raakt in dit scenario eind dit jaar in een recessie. Het bbp krimpt in 2023 met 1,8 procent, en ook in 2024 is nog sprake van lichte economische krimp (0,2 procent, zie [Figuur 24](#), links). De werkloosheid stijgt in dit stress scenario naar 6,8 procent in 2024.

In de stresstest houden we expliciet rekening met de hierboven beschreven kwetsbaarheden bij huiseigenaren en bedrijven. Bij huiseigenaren houden we rekening met het effect van de hoge inflatie – waaronder energiekosten – en de hogere rente. Hierdoor hebben huishoudens minder te besteden en neemt de kans toe dat huiseigenaren hun hypotheeklasten niet meer kunnen betalen. Door de hogere rente kunnen huiseigenaren van wie de hypotheekrente opnieuw wordt vastgesteld in de problemen komen. De dalende huizenprijzen vergroten daarbij het risico op restschulden voor huishoudens en de kredietverliezen voor banken. Ook bij de commercieel

Figuur 25 Impact stressscenario op CET1-ratio banken

Procenten risicogewogen activa (RWA)



Bron: Eigen berekeningen DNB.

¹⁴ Ter vergelijking: in de nasleep van de financiële crisis daalden huizenprijzen in vijf jaar tijd met in totaal 21 procent.

vastgoedportefeuilles van banken houden we rekening met de gevolgen van hogere rentes en lagere reële huurinkomsten op de schuldendiensten en de waarde van het vastgoed. Ten slotte gaan we er van uit dat bedrijven in energie-intensieve sectoren de hogere energieprijzen niet volledig kunnen doorberekenen, waardoor hun winstgevendheid extra onder druk staat. Hierdoor nemen de kredietverliezen van banken op leningen aan deze bedrijven sterker toe dan die op leningen aan andere bedrijven.

In het stressscenario daalt de gemiddelde CET1-ratio van Nederlandse banken naar verwachting met 2,7 procentpunt.

Met het [stresstestmodel](#) van DNB brengen we in kaart hoe de kapitaalpositie van banken zich ontwikkelt in dit scenario. De winstgevendheid van banken neemt de komende jaren weliswaar af als gevolg van de recessie, maar draagt nog steeds positief bij aan de CET1-ratio. Dit is mede het gevolg van de sterke economische groei in de eerste helft van 2022 en de hogere rente, die een positief effect heeft op de netto rente-inkomsten van banken. Dit positieve effect wordt meer dan

tenietgedaan door oplopende kredietverliezen en een stijging van de kredietrisico's. Kredietverliezen bedragen in het scenario in totaal bijna 23 miljard euro over de periode 2022-2024, wat zich vertaalt in een negatieve CET1-impact van 3,5 procentpunt. Daarnaast worden de bancaire activa risicovoller, waardoor de risico-gewogen blootstellingen (RWA) met gemiddeld 15 procent toenemen. Hierdoor daalt de gemiddelde CET1-ratio met 2,1 procentpunt (zie [Figuur 25](#)).

In dit stress scenario verslechtert de kapitaalpositie van de bankensector, maar blijft deze ruim boven het vereiste minimum. In het stresstestscenario daalt de gemiddelde CET1-ratio van Nederlandse banken tot eind 2024 met 2,7 procentpunt. De relatief hoge kapitaalratio's van banken op dit moment geven hen een goede uitgangspositie om de verliezen in dit scenario op te vangen zonder dat zij hun kredietverlening hoeven terug te draaien. Ook wanneer de macro-economische ontwikkelingen nog slechter zouden uitpakken dan in het stress scenario, lijken banken dankzij hun sterke kapitaalposities niet snel in de problemen te komen.

3.2 Verzekeraars

De toegenomen inflatie en oplopende rente zorgt bij verzekeraars voor risico's aan beide zijden van de balans.

Aan de verplichtingenkant zorgt inflatie voor hogere operationele kosten (kosteninflatie) en hogere kosten van uitkeringen (uitkeringsinflatie), wat leidt tot een toename van de technische voorzieningen. Hier staat tegenover dat de gestegen rente een drukkend effect heeft op de verplichtingen. Inflatie werkt verschillend uit op de beleggingen van verzekeraars, afhankelijk van het type beleggingen op de balans. De stijgende rente heeft een negatieve impact op de waarde van beleggingen, bijvoorbeeld doordat aandelen en obligaties in waarde dalen bij een rentestijging.

De inflatie werkt op verschillende manieren door op de verplichtingen van verschillende typen verzekeraars ([Tabel 1](#)).

Kosteninflatie uit zich in de vorm hogere loonkosten en hogere (verwachte) kosten voor gebouwen, ICT en overige kosten, en vormt een gemene deler voor alle typen verzekeraars. Uitkeringsinflatie uit zich vooral door hoger dan verwachte uitkeringen. Voor inkomensverzekeringen kunnen er bijvoorbeeld inflatiegaranties zijn afgegeven en bij een autoschadeverzekering worden reparatiekosten hoger. In het algemeen hebben schadeverzekeraars meer last van uitkeringsinflatie dan levensverzekeraars.

De verdere stijging van de inflatie leidt tot een afname van het eigen vermogen van verzekeraars, hoewel de impact verschilt.

De mate waarin de hoge inflatie en stijgende rente uiteindelijk de solvabiliteit van verzekeraars raakt is sterk afhankelijk van bijvoorbeeld contract- en premievoorwaarden, het afdeckingsbeleid en de door verzekeraar gehanteerde inflatiecurve. Uit een uitvraag van DNB blijkt dat, wanneer de gehele inflatiecurve zoals verzekeraars die gebruiken in het waarderen van de verplichtingen en de berekening van het benodigde kapitaal met 100 bps stijgt, het beschikbare eigen vermogen van levens- en schadeverzekeraars op geaggregeerd niveau met respectievelijk 7 en 11 procent daalt. De daling in het eigen vermogen komt vooral door stijging van de technische voorzieningen als gevolg van hogere uitkeringen en kosten. De impact bij levensverzekeraars is kleiner dan bij schadeverzekeraars, omdat bij schadeverzekeraars in het algemeen een groter deel van de voorzieningen (soms tot 100 procent) gevoelig is voor inflatie. Bij levensverzekeraars is slechts een klein deel van de uitkeringen gevoelig voor inflatie (ongeveer 6 procent). Daarnaast is de inflatiegevoeligheid sterk productafhankelijk. De kosten zijn bij zowel schade- als levensverzekeraars gevoelig voor inflatie. De beleggingen nemen licht in waarde toe (1 procent), als gevolg van waardestijgingen van inflatieswaps en inflatiegerelateerde obligaties.¹⁵

Tabel 1 Inflatie op verschillende manieren van invloed op verplichtingen verzekeraars

Type verzekeraar	Producten	Uitkeringsinflatie	Kosteninflatie
Leven en uitvaart	Pensioenen en uitvaart	Indexatie van (pensioen)uitkeringen en uitkeringen bij kapitaaldekking; toename van uitvaartkosten	
Schade	Aansprakelijkheid, brand en overig	Stijging reparatiekosten en schade-uitkeringen	Stijging van lonen, pensioen-verplichtingen personeel, kantoren, energie en overige kosten.
Inkomen	Individuele en collectieve inkomensverzekeringen	Toename van verzekerde bedragen en indexatie van uitkeringen.	
Zorg	Zorgverzekeringen	Stijging lonen en prijzen medische behandelingen	

Een hogere rente is in beginsel positief voor verzekeraars, maar leidt ook tot nieuwe risico's. De langdurig lage rente vormde lange tijd de belangrijkste uitdaging voor verzekeraars, mede omdat zij in het verleden langlopende garanties hebben afgegeven. Daarnaast is het voor verzekeraars bij een lage rente alleen met een relatief hoge verzekeringspremie nog winstgevend om nieuwe levensverzekeringen te verkopen. Een stijgende rente verlicht dus de druk op de winstgevendheid. Daarnaast verkleint een hogere marktrente het verschil met de rente waarmee verzekeraars hun verplichtingen waarderen (met toepassing van de *Ultimate Forward Rate* en de *Volatility Adjustment*). Tegelijkertijd is

een hogere rente niet zonder meer positief voor alle verzekeraars. Zo kan een snelle rentestijging zorgen voor liquiditeitsrisico's bij levensverzekeraars, door *margin calls* op hun rentederivaten (zie ook '[Pensioenfondsen](#)'). Daarnaast is het effect van een rentestijging op de solvabiliteit sterk afhankelijk van het beleid op renteafdekking.

De gemiddelde solvabiliteit van verzekeraars is te midden van de toegenomen risico's vooralsnog stabiel gebleven. De solvabiliteitsratio volgens het *Solvency II*-raamwerk ligt voor zowel schade- als levensverzekeraars, met respectievelijk 178 en

¹⁵ Tweede orde effecten op de beleggingen (door bijvoorbeeld verdere rentestijgingen die volgen op hogere inflatie) zijn hier niet in meegenomen.

199 procent, nog steeds ruim boven de wettelijke vereisten en is recent niet materieel veranderd (zie [Figuur 26](#)). Daarbij moet wel worden opgemerkt dat de wettelijke solvabiliteit niet altijd een duidelijk beeld geeft van de onderliggende kwetsbaarheden bij verzekeraars, door toepassing van de *Ultimate Forward Rate* en de *Volatility Adjustment*. Hier is een belangrijke rol weggelegd voor de momenteel lopende herziening van het *Solvency II*-raamwerk (zie meer hierover in [OFS Voorjaar 2022](#)). Daarnaast laat de sector zorgverzekeraars wel al enkele kwartalen een dalende trend zien in de solvabiliteitsratio (141 procent medio 2022), veroorzaakt door teruggave van reserves bij een onzekere premiestelling, beleggingsverliezen en een toename in schadevoorzieningen. De ruimte voor additionele inzet van buffers in de zorgpremie 2023 vanuit de basisverzekering lijkt op voorhand beperkt.

3.3 Pensioenfondsen

Door de gestegen rente is de nominale financiële positie van pensioenfondsen aanzienlijk verbeterd. [Figuur 27](#) toont de ontwikkeling van de dekkingsgraad, samen met aandelenprijzen en rente. Hier is duidelijk te zien dat de rentestand een dominante invloed heeft op de nominale dekkingsgraad. Dit komt doordat de looptijd van de verplichtingen van pensioenfondsen langer is dan die van de (vastrentende) beleggingen en renterisico slechts gedeeltelijk wordt afgedekt. Hierdoor nemen de verplichtingen bij een rentestijging sterker in waarde af dan de beleggingen. Ter illustratie: in 2022 nam de 20-jaars rente op Nederlands staatspapier tot eind augustus met 185 basispunten toe; aandelen (op basis van S&P 500) daalden met 18 procent. De verplichtingen

daalden door de rentestijging met 23 procent en de beleggingen daalden in totaal met 15 procent. De netto impact op de dekkingsgraad was een stijging van 11,1 procentpunten.

De financiële positie van pensioenfondsen in reële termen laat door de hoge inflatie echter een minder rooskleurig beeld zien.

Gegeven het huidige nominale kader heeft een hoge inflatie geen direct effect op de dekkingsgraden van pensioenfondsen. Wel kunnen ontwikkelingen in de (verwachte) inflatie doorwerken op de waarde van de beleggingen van pensioenfondsen. Bovendien leidt de hoge inflatie ertoe dat de reële waarde van het opgebouwd vermogen wordt uitgehold. Ook wanneer pensioenfondsen in de nabije toekomst kunnen indexeren, is het bij de huidige inflatieniveaus in de meeste gevallen onwaarschijnlijk dat de indexatie een volledige inflatievergoeding kan geven.

Correcties op financiële markten kunnen pensioenfondsen raken via verliezen op hun beleggingsportefeuilles. Wanneer de risicovrije rente verder stijgt, zal dit (*ceteris paribus*) positief uitpakken voor de (nominale) dekkingsgraad van pensioenfondsen. Wanneer echter de rente stijgt door oplopende risicopremies op obligaties met een lagere *rating*, dan kan een rentestijging tot correcties op de marktwaarde van de beleggingen leiden. Als een dergelijke correctie niet samengaat met een hogere risicovrije rente, dan kan de rentestijging per saldo een negatieve impact hebben op de financiële positie, vooral omdat pensioenfondsen een relatief risicovollere beleggingsportefeuille hebben

dan verzekeraars en banken. Zo hebben pensioenfondsen een allocatie van ongeveer 50 procent in beleggingen met een hoger risicoprofiel, zoals aandelen, *hedge funds*, vastgoed en alternatieve beleggingen. Een doorrekening laat zien dat een scenario met stijgende risicopremies (+150 basispunten voor A- en BBB-obligaties, +250 basispunten voor een *rating* lager dan BBB) en een daling van aandelenkoersen (-20 procent) tot een verlies van 7 procent van de marktwaarde van de beleggingen leidt.

Een (snelle) rentestijging kan bovendien zorgen voor liquiditeitsrisico's door een toename van margeverplichtingen.

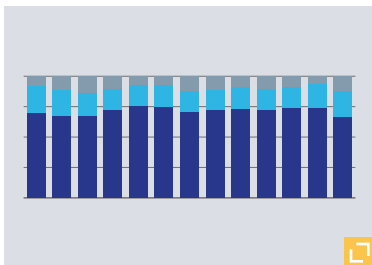
Pensioenfondsen maken gebruik van derivaten zoals renteswaps om de rentegevoeligheid van de beleggingen meer in lijn te brengen met die van de langlopende verplichtingen. Tegenpartijen waarmee deze contracten zijn afgesloten vragen om onderpand in de vorm van een margeverplichting. Naarmate de rente stijgt, nemen deze margeverplichtingen toe. In de eerste helft van 2022 hebben pensioenfondsen een [recordbedrag](#) van 88 miljard euro aan beleggingen (4,6 procent van belegd vermogen) verkocht, voornamelijk participaties in beleggingsfondsen en geldmarktfondsen en beursgenoteerde aandelen. In dezelfde periode werd 82 miljard euro bijgestort op margerekeningen, grotendeels bekostigd door de verkoop van beleggingen. Wanneer een rentestijging geleidelijk verloopt is er geen sprake van liquiditeitsrisico. Bij een snelle rentestijging, waarbij in korte tijd beleggingen te gelde gemaakt moeten worden, kunnen er echter liquiditeitsrisico's met mogelijke marktimpact optreden, vooral wanneer de liquiditeit op markten beperkt is.

In de overgangsfase naar het nieuwe pensioencontract kunnen pensioenfondsen, ook door de gestegen dekkinggraden, eerder indexeren, maar dit vraagt een zorgvuldige afweging.

Veel pensioenfondsen krijgen vanaf dit jaar voor het eerst sinds jaren de mogelijkheid om indexatie te verlenen. Deels komt dit door de opgelopen dekkinggraden, maar deels ook door de verruimde wettelijke toeslagmogelijkheden. Onderdeel van de Wet toekomst pensioenen (Wtp) is een transitieperiode, waarin de overstap naar het nieuwe stelsel centraal staat. In deze transitieperiode gelden - voor pensioenfondsen die ervoor kiezen gebruik te maken van het aangepaste transitietoetsingskader –

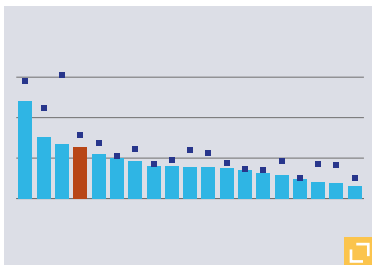
aangepaste regels voor het verhogen en verlagen van pensioenen. Door het uitstel van de inwerkingtreding van de Wtp heeft de regering - door middel van een algemene maatregel van bestuur - het per 1 juli 2022 mogelijk gemaakt om onder voorwaarden toeslag te verlenen vanaf een beleidsdekkinggraad van 105 procent. Fondsbesturen moeten afwegen of gebruik van de regeling past in een evenwichtige belangenafweging. Eerder indexeren leidt immers tot herverdeling en werkt door in de beschikbare middelen om de transitie naar het nieuwe stelsel vorm te geven.

Figuren



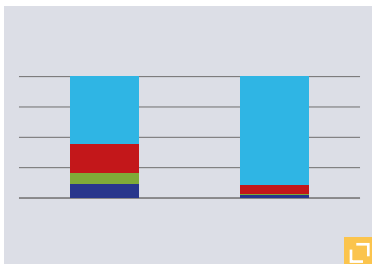
Winstgevendheid van banken grotendeels afhankelijk van rentebaten

[Bekijk figuur 13 →](#)



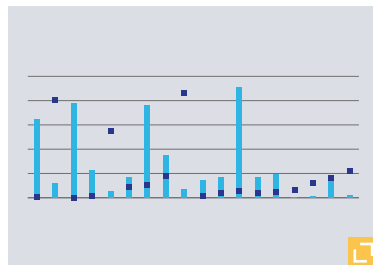
Niveau en ontwikkeling van bedrijfsschuld in het eurogebied varieert substantieel

[Bekijk figuur 14 →](#)



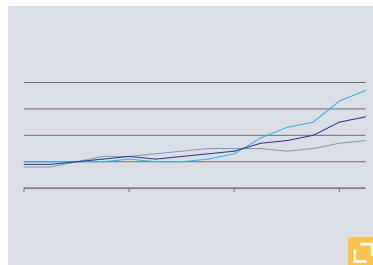
Samenstellingen leningenportefeuille aan bedrijven en huishoudens naar rentelooptijd

[Bekijk figuur 15 →](#)



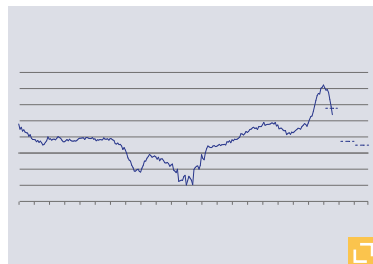
Blootstelling Nederlandse banken aan energie-intensieve sectoren

[Bekijk figuur 16 →](#)



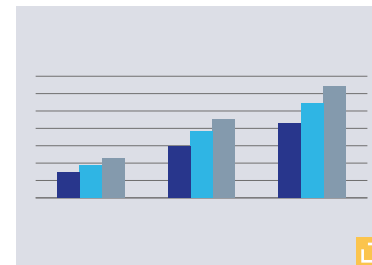
Bouwkosten commercieel vastgoed nemen snel toe

[Bekijk figuur 17 →](#)



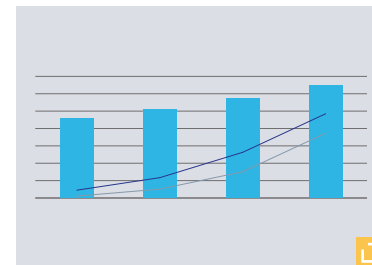
De sterke stijging van de huizenprijzen neemt af en de voorspelling is dat de groei verder normaliseert

[Bekijk figuur 18 →](#)



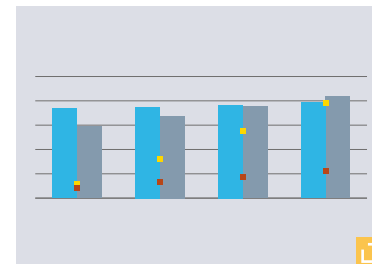
Huishoudens kunnen door een stijging van de hypotheekrente minder lenen voor de aankoop van een huis

[Bekijk figuur 19 →](#)



Een deel van de Nederlandse huizenbezitters loopt een risico op onderwaterstand bij een prijscorrectie

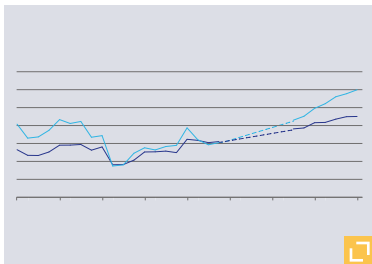
[Bekijk figuur 20 →](#)



Rentestijgingen leiden tot hogere financieringskosten voor huiseigenaren aan het einde van de looptijd van hun rente- of hypotheekcontract

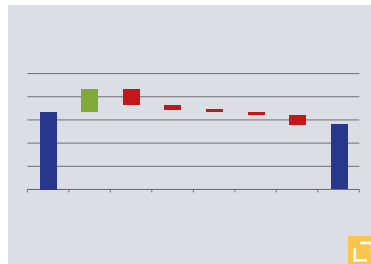
[Bekijk figuur 21 →](#)

Figuren



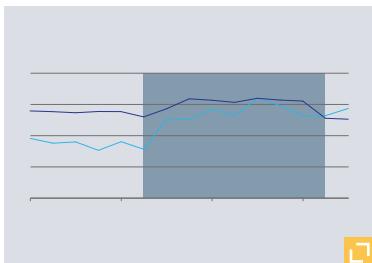
Huishoudens lenen een steeds groter hypotheekbedrag ten opzichte van hun inkomen

[Bekijk figuur 22 →](#)



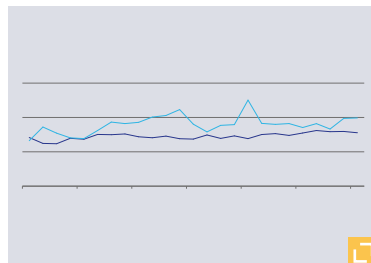
Impact stressscenario op CET1-ratio banken

[Bekijk figuur 25 →](#)



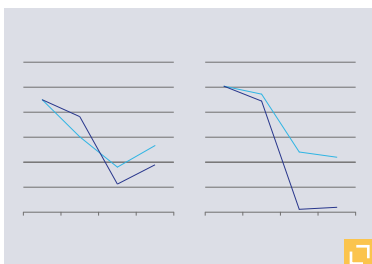
Kapitaal- en liquiditeitspositie Nederlandse banken blijven ruim boven de minimumvereisten

[Bekijk figuur 23 →](#)



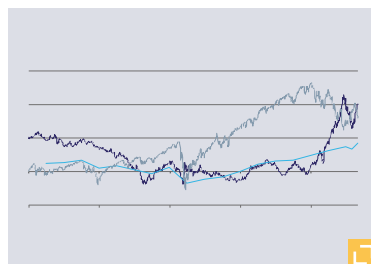
Solvabiliteit verzekeraars blijft stabiel

[Bekijk figuur 26 →](#)



Scenario stresstest zwaarder dan alternatief EOV

[Bekijk figuur 24 →](#)

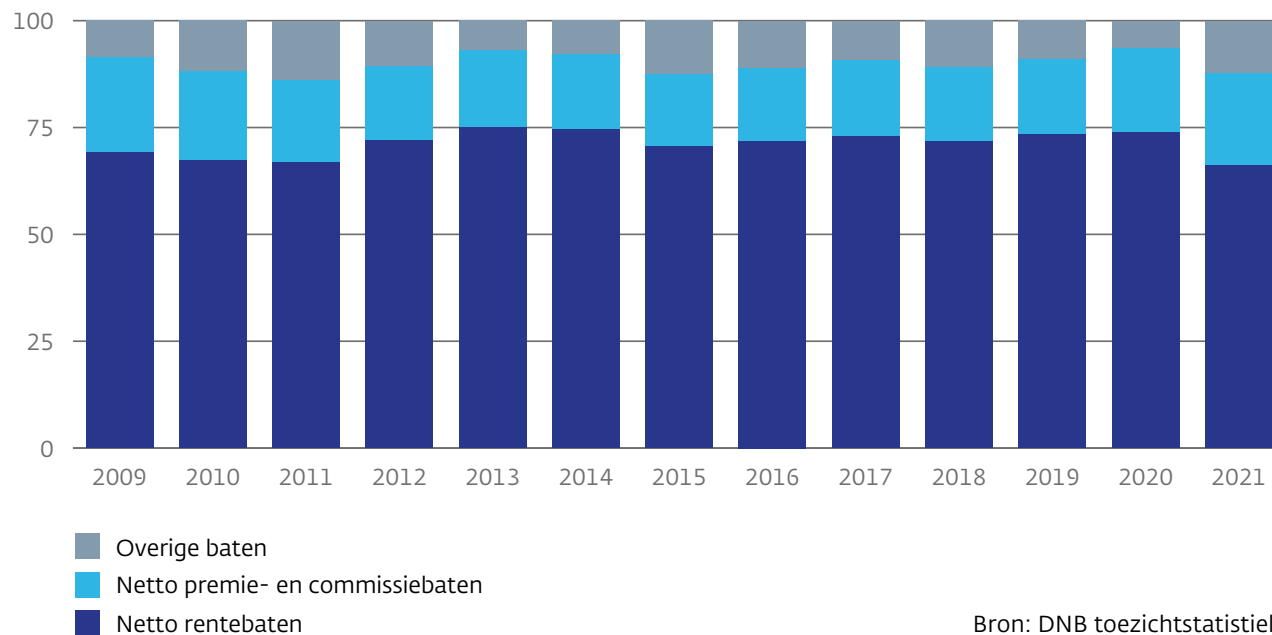


Nominale dekingsgraad sterk afhankelijk van renteontwikkelingen en aandelenprijzen

[Bekijk figuur 27 →](#)

Figuur 13 Winstgevendheid van banken grotendeels afhankelijk van rentebaten¹⁶

Procenten operationeel inkomen

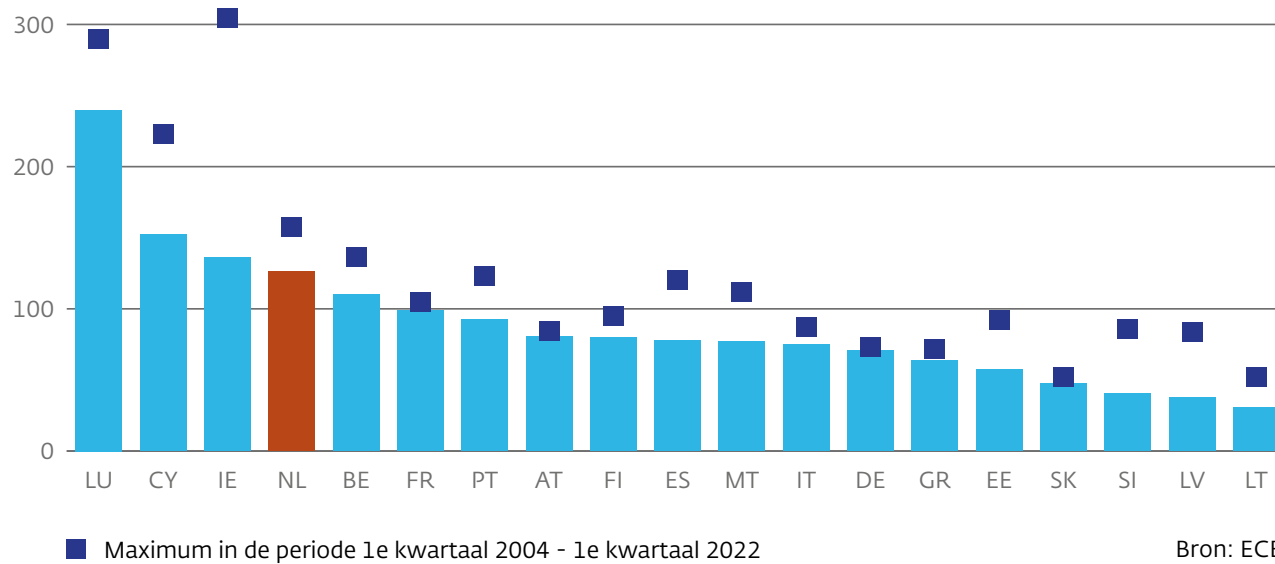


Bron: DNB toezichtstatistiek.

¹⁶ [Rente en verandervermogen: een scenario-analyse van de winstgevendheid van Nederlandse banken](#) (DNB, 2022)

Figuur 14 Niveau en ontwikkeling van bedrijfsschuld in het eurogebied varieert substantieel

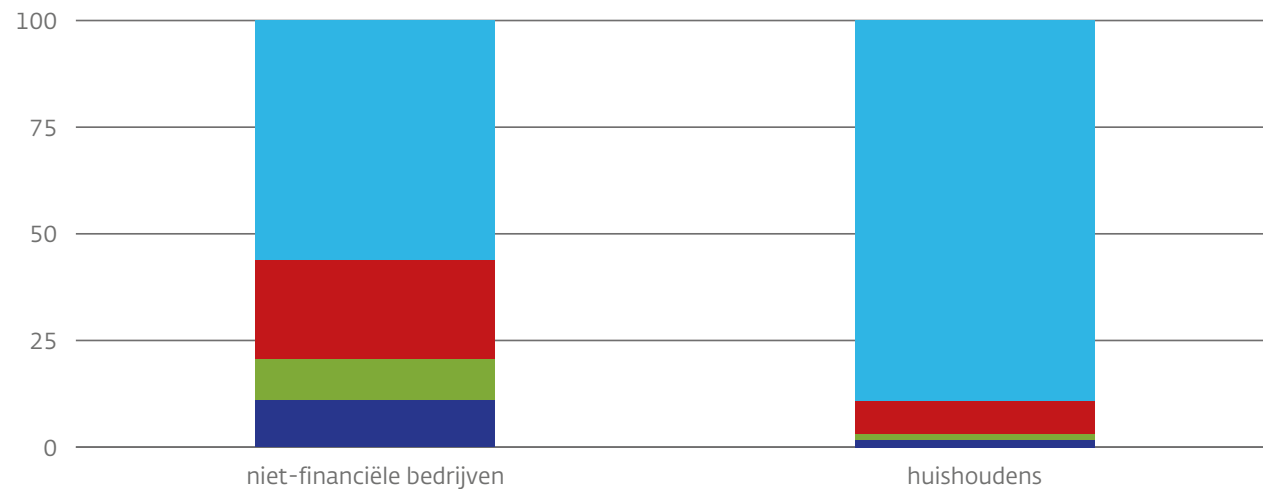
Procenten bbp, 1e kwartaal van 2022



Bron: ECB.

Figuur 15 Samenstellingen leningenportefeuille aan bedrijven en huishoudens naar rentelooptijd

Aandeel in leningenportefeuille; ultimo 2021



■ Oorspronkelijke looptijd > 1 jaar en resterende looptijd > 1 jaar; zonder renteherziening binnen 1 jaar

■ Oorspronkelijke looptijd > 1 jaar en resterende looptijd > 1 jaar; renteherziening binnen jaar

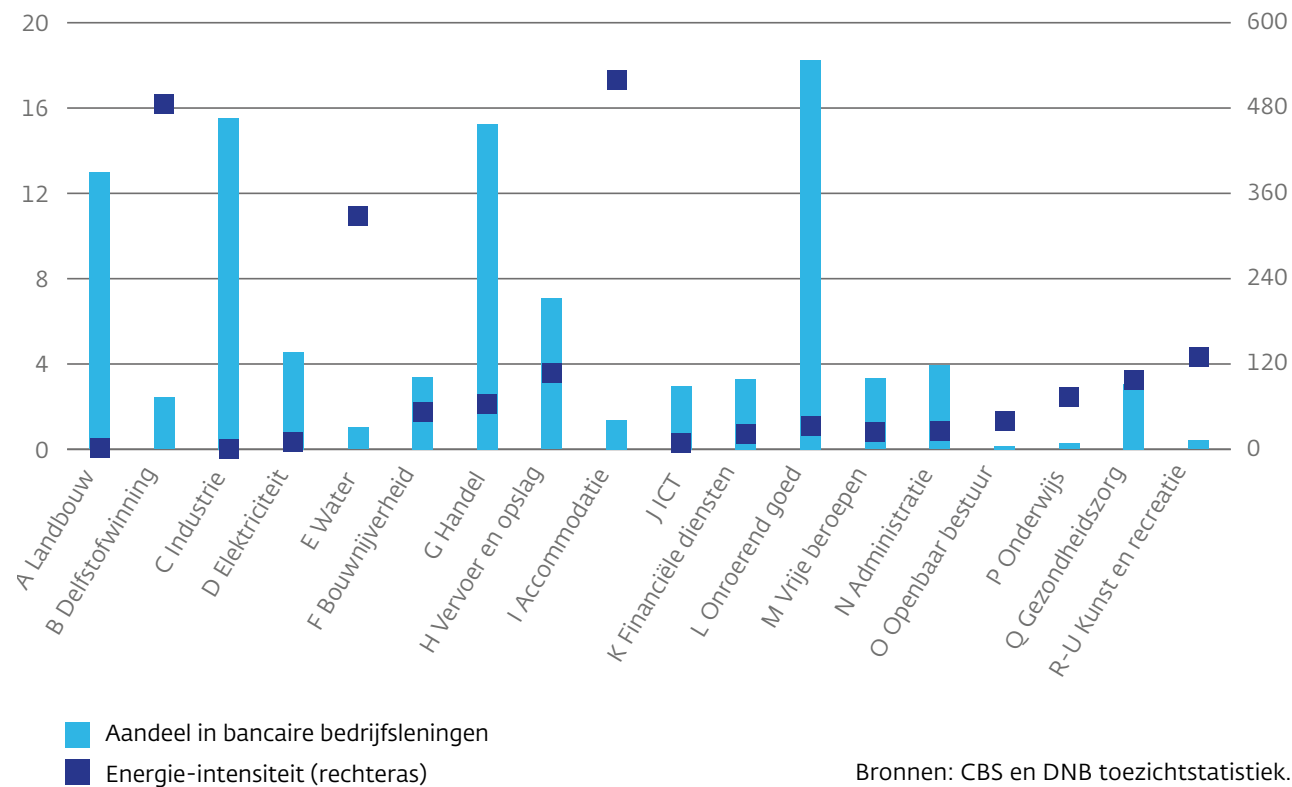
■ Oorspronkelijke looptijd > 1 jaar en resterende looptijd < 1 jaar

■ Oorspronkelijke looptijd < 1 jaar

Bron: DNB financieel-economische statistiek.

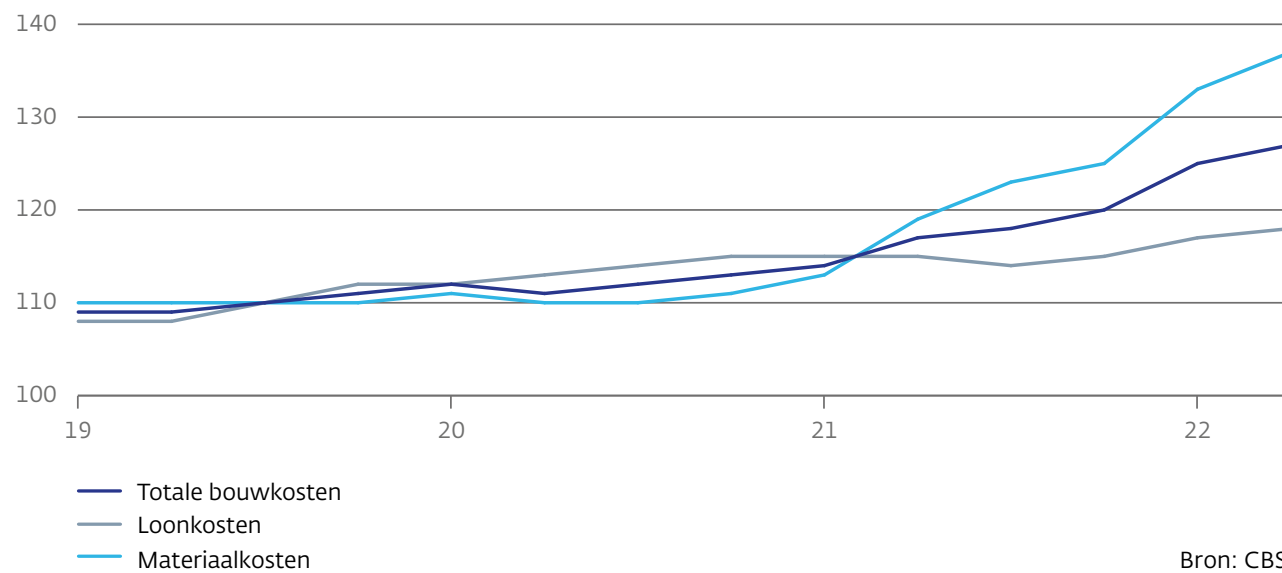
Figuur 16 Blootstelling Nederlandse banken aan energie-intensieve sectoren

Procenten, gas- en elektriciteitsverbruik in KWh per duizend euro toegevoegde waarde



Figuur 17 Bouwkosten commercieel vastgoed nemen snel toe

Index 2015=100



Figuur 18 De sterke stijging van de huizenprijzen neemt af en de voorspelling is dat de groei verder normaliseert

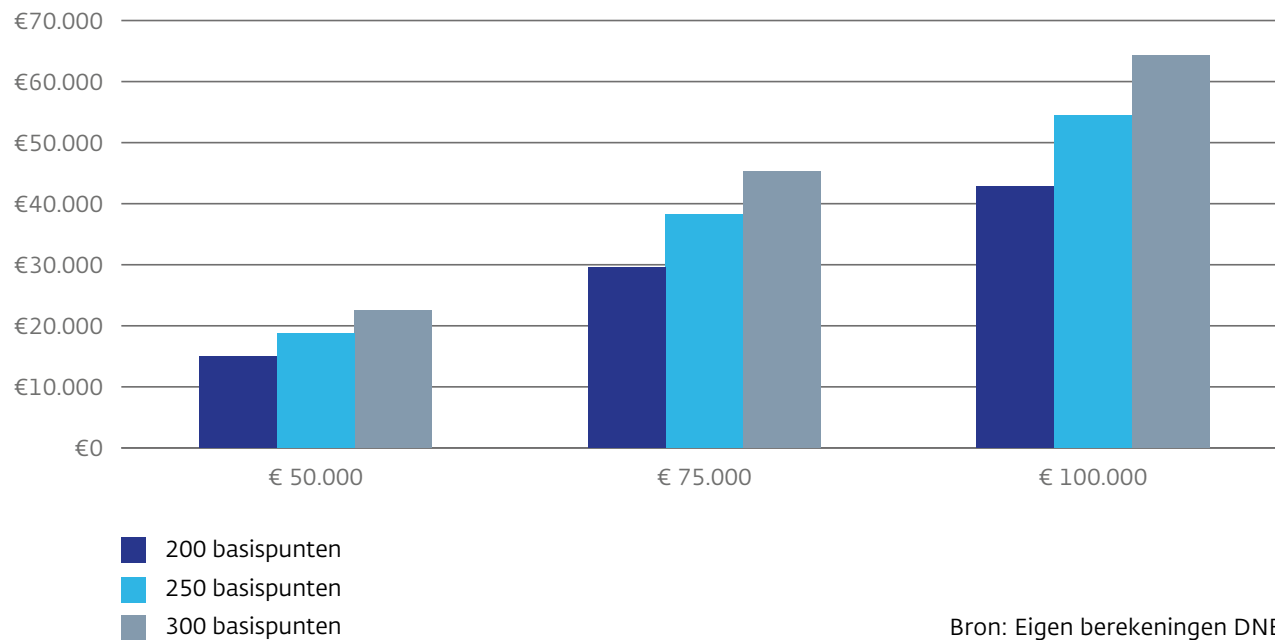
Procentuele mutatie j-o-j



Bronnen: CBS en DNB.

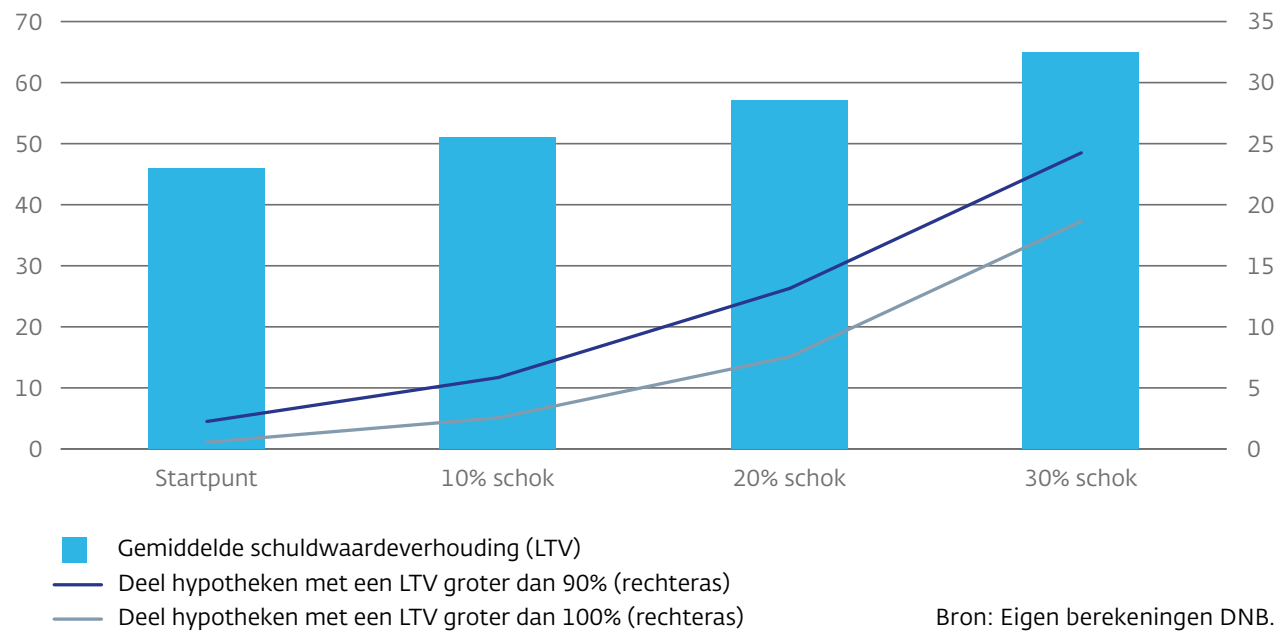
Figuur 19 Huishoudens kunnen door een stijging van de hypotheekrente minder lenen voor de aankoop van een huis

Afname maximale hypotheekbedrag naar bruto jaarinkomen huishouden



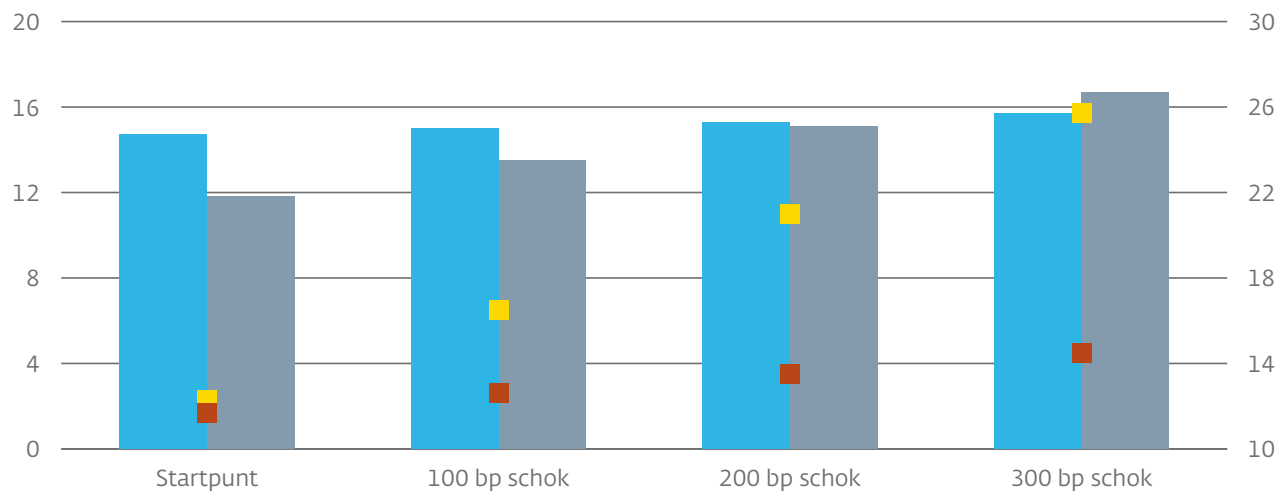
Figuur 20 Een deel van de Nederlandse huizenbezitters loopt een risico op onderwaterstand bij een prijscorrectie

Procenten



Figuur 21 Rentestijgingen leiden tot hogere financieringskosten voor huiseigenaren aan het einde van de looptijd van hun rente- of hypotheekcontract

Procenten

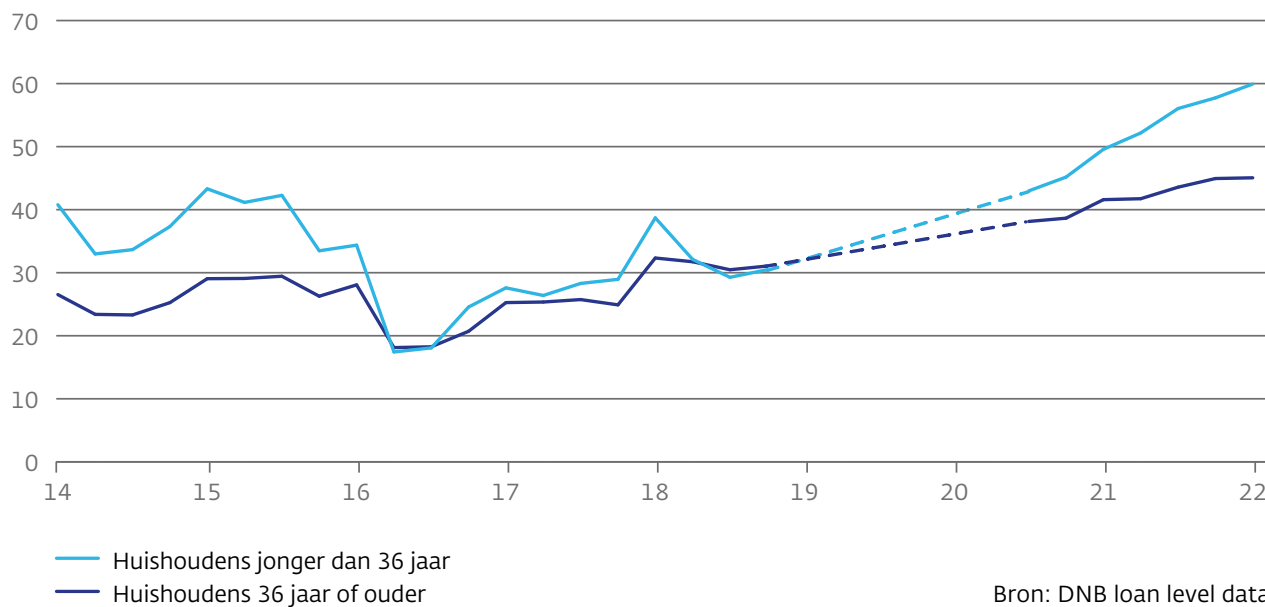


- Gemiddelde DSTI (alle hypotheke)
- Gemiddelde DSTI (herfinanciering)
- Deel DSTI boven 25% (alle hypotheke, rechteras)
- Deel DSTI boven 25% (herfinanciering, rechteras)

Bron: Eigen berekeningen DNB.

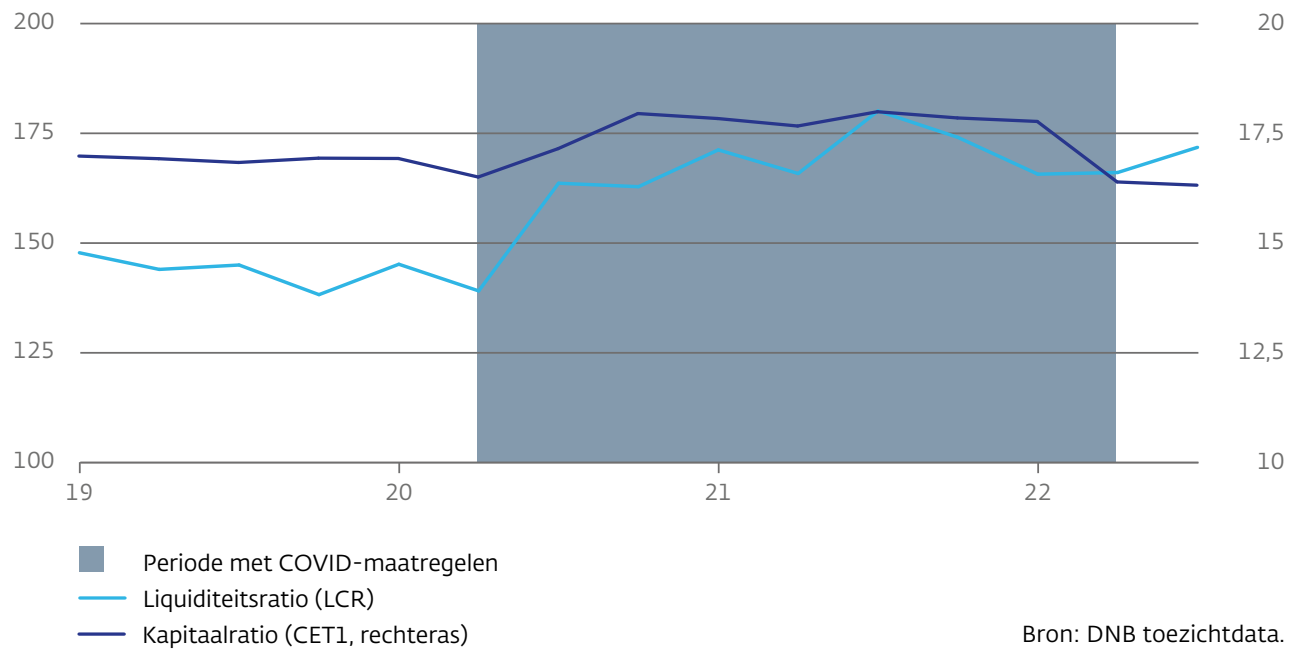
Figuur 22 Huishoudens lenen een steeds groter hypotheekbedrag ten opzichte van hun inkomen

Percentage nieuw afgesloten hypotheekleningen met een schuldinkomensverhouding >450 procent



Figuur 23 Kapitaal- en liquiditeitspositie Nederlandse banken blijven ruim boven de minimumvereisten

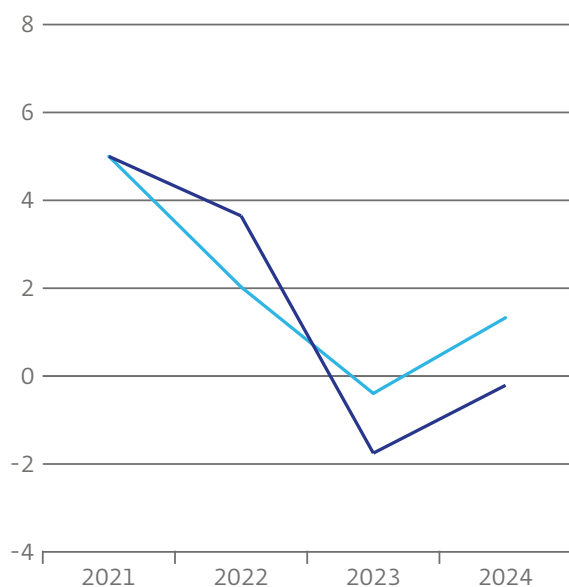
Procenten



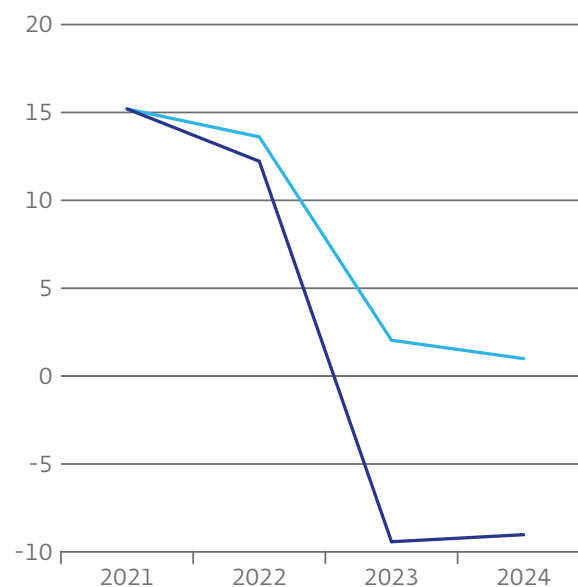
Figuur 24 Scenario stresstest zwaarder dan alternatief EOJ

Procentuele mutatie j-o-j

Bbp



Huizenprijzen



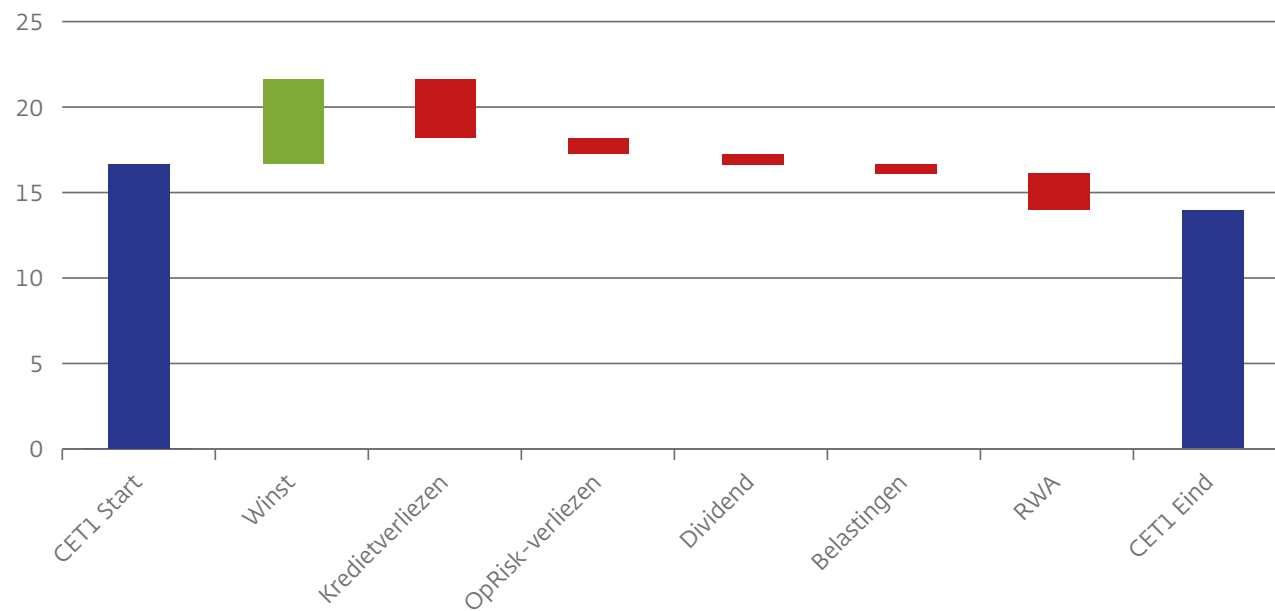
— Stress scenario OFS oktober 2022

— Alternatieve scenario EOJ juni 2022 (zonder energiestop)

Bron: Eigen berekeningen DNB.

Figuur 25 Impact stressscenario op CET1-ratio banken

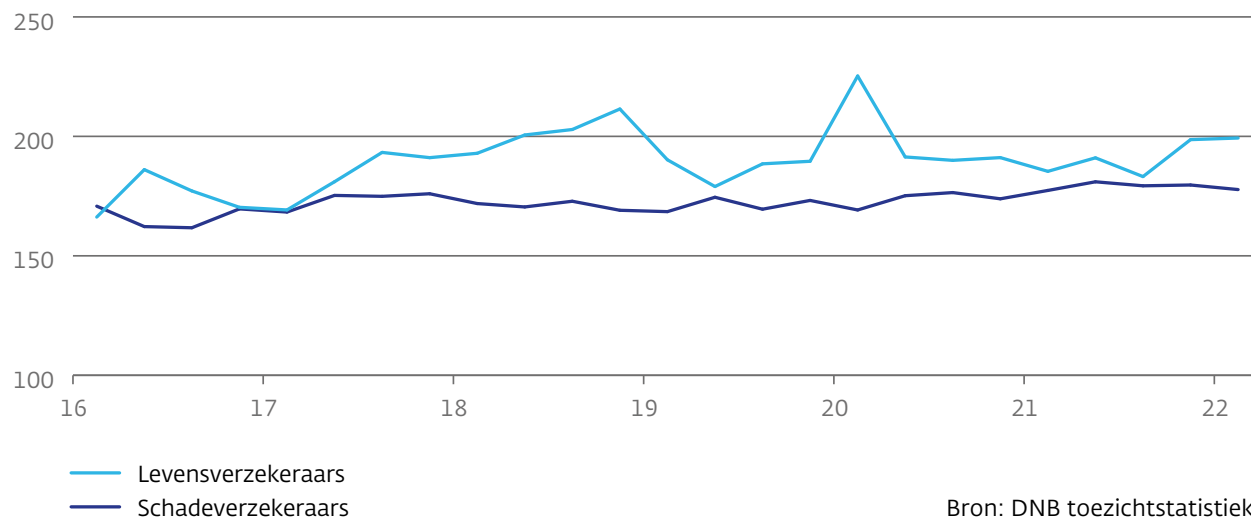
Procenten risicogewogen activa (RWA)



Bron: Eigen berekeningen DNB.

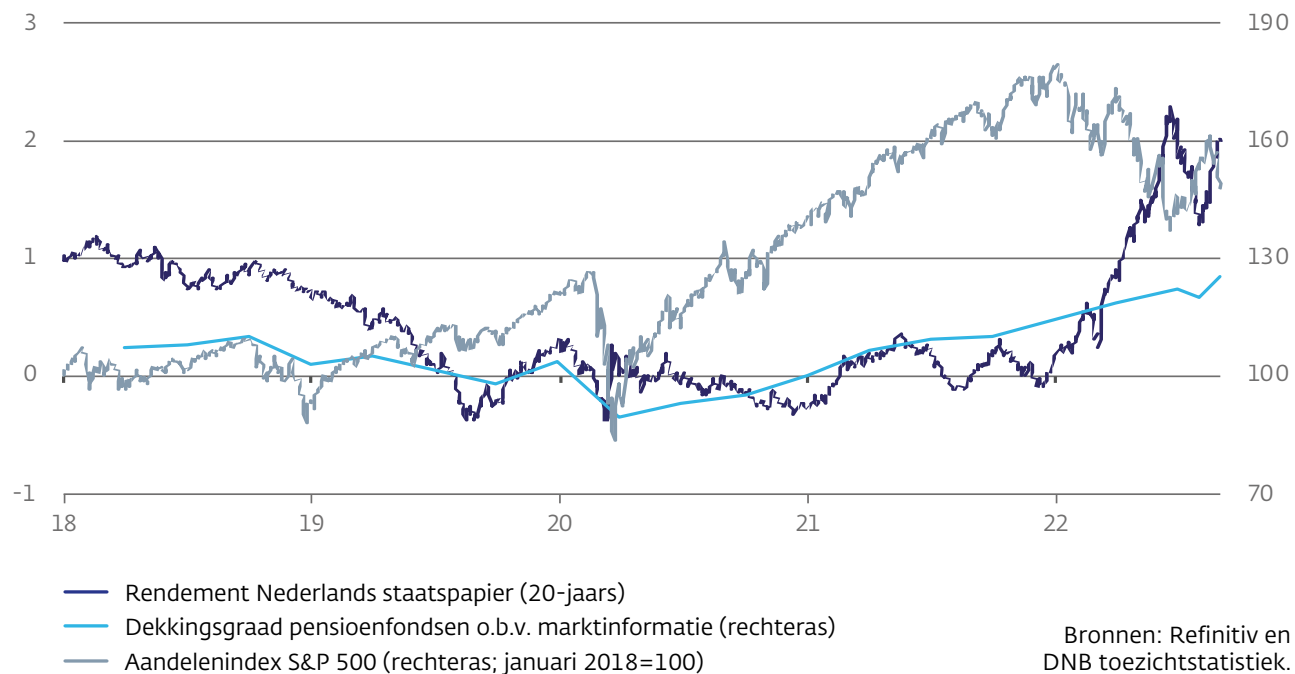
Figuur 26 Solvabiliteit verzekeraars blijft stabiel

Procenten



Figuur 27 Nominale dekkinggraad sterk afhankelijk van renteontwikkelingen en aandelenprijzen

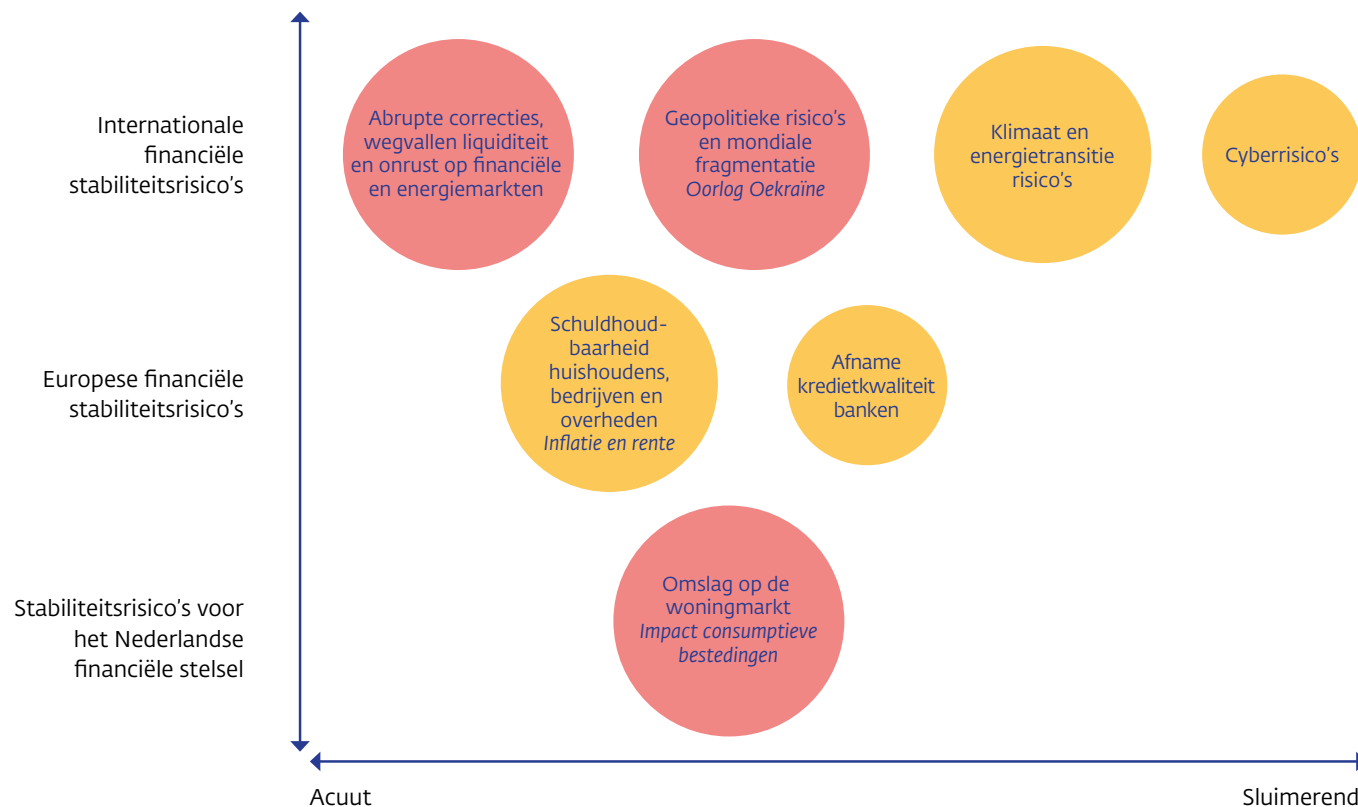
Procenten, index januari 2018=100



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 1 oktober 2022.

**Toelichting**

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

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

Volg ons op:



DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM