

Overzicht Financiële Stabiliteit

Voorjaar 2022

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM



Inhoud

Samenvatting



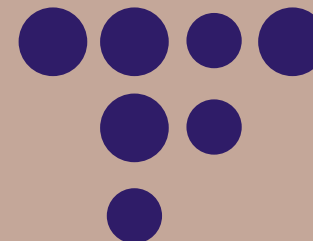
Macro-financiële omgeving



Financiële instellingen



Beleid



Risicokaart

Samenvatting

Na een krachtig herstel uit de pandemie, zijn de economische vooruitzichten door de oorlog in Oekraïne en de hoge inflatie verslechterd en de financiële stabiliteitsrisico's toegenomen. Naast de enorme humanitaire gevolgen is de economische en financiële impact van de oorlog in de hele wereld voelbaar. De prijzen op energie- en grondstofmarkten zijn sinds de Russische invasie naar recordhoogtes gestegen. Daarnaast zijn verstoringen in de wereldhandel en toeleveringsketens toegenomen, ook als gevolg van het coronabeleid in China. Hierdoor zijn de productie- en logistieke kosten voor bedrijven toegenomen en is de koopkracht van huishoudens gedaald. Na een lange periode die werd gekenmerkt door zeer lage rentes en een zoektocht naar rendement, zijn rentetarieven op financiële markten in reactie op de hoge inflatie opgelopen. Op termijn kunnen de hogere financieringslasten de schuldhoudbaarheid van overheden, bedrijven en huishoudens onder druk zetten en in toenemende verliezen in de leningenportefeuilles van financiële instellingen resulteren. Desondanks is het financiële systeem tot nu toe opnieuw weerbaar gebleken. Hoewel de volatiliteit en onzekerheid zijn toegenomen, en vooral crypto-activa grote verliezen noteerden, hebben financiële markten veerkracht getoond. Wel staan financiële instellingen voor meer operationele uitdagingen als gevolg van toegenomen cyberrisico's en de implementatie van sancties tegen Rusland.

Risicobeeld

Na een bijzonder sterk herstel uit de coronacrisis, zijn de macro-economische vooruitzichten de afgelopen maanden verslechterd. Het directe handelseffect van de oorlog is voor de meeste landen beperkt door de relatief bescheiden handelsrelatie met Rusland en Oekraïne, maar de wereldeconomie wordt geraakt door stijgende prijzen, aanbodbeperkingen op energie- en grondstofmarkten en verstoorde

toeleveringsketens; ook als gevolg van het strikte coronabeleid in China. Verdere prijsstijgingen of beperkingen in het aanbod, bijvoorbeeld als gevolg van een boycot van Russische energie, zouden het economische herstel verder schaden.

Ook de hoge inflatie remt de economie en brengt risico's met zich mee. De sterke prijsstijgingen verkleinen de koopkracht van huishoudens.

Daarnaast vergroten de hogere rentes de druk op de schuldhoudbaarheid van overheden, bedrijven en huishoudens, terwijl de schuldposities tijdens de pandemie fors zijn toegenomen en steunmaatregelen voor bedrijven ten einde zijn gekomen. Ook is de volatiliteit op financiële markten toegenomen, waarbij een snelle verkrapping van financiële condities in omvangrijke correcties en verliezen kan resulteren. Daarbij vormen het lage consumentenvertrouwen en een toename van bedrijfsfaillissementen een risico voor de Nederlandse groeivoorzichten.

De weerbaarheid van het financiële stelsel wordt dus weer opnieuw getest, maar de sector heeft de achtereenvolgende schokken tot nu toe goed doorstaan. Het financiële stelsel is weerbaar gebleken voor de economische gevolgen van de coronacrisis. Met de oorlog in Oekraïne wordt het financiële stelsel opnieuw op de proef gesteld. De directe blootstellingen van de Nederlandse financiële sector op Rusland en Oekraïne zijn beperkt, maar de uiteindelijke impact hangt sterk af van het verdere verloop van het conflict en tweede-orde effecten via landen waar de economie en de financiële sector een grotere blootstelling hebben op Rusland en Oekraïne. De verliezen in de bedrijvensector zijn tot nu toe beperkt gebleven, maar de winstgevendheid kan onder druk komen te staan door de hoge energie- en grondstofprijzen, problemen in de

toeleveringsketens en uitgestelde belastingverplichtingen en hoge schuldposities. Hierdoor zijn bedrijven mogelijk minder goed in staat om hun verplichtingen na te komen, waardoor wanbetalingen en verliezen bij financiële instellingen op kunnen lopen. Verder levert de krappe arbeidsmarkt uitdagingen op voor het bedrijfsleven. Ook de terugbetaalcapaciteit van huishoudens wordt door de hoge inflatie aangetast. Hetzelfde geldt voor leningen aan huishoudens, doordat de hoge inflatie ook hun terugbetaalcapaciteit aantast. Daarnaast staan financiële instellingen voor een aantal nieuwe operationele uitdagingen als gevolg van toegenomen cyberrisico's en de uitvoering van sancties. Daar staat wel tegenover dat de hogere rentes op termijn een positief effect op de winstgevendheid kunnen hebben.

De financiële knelpunten van huizenbezitters nemen als gevolg van risicovol leengedrag, stijgende hypotheekrentes en hogere energielasten toe.

De Nederlandse hypotheekschuld is hoog, waarbij met name recente starters veel hebben geleend ten opzichte van hun inkomen en de woningwaarde. Dit maakt huishoudens kwetsbaar voor huizenprijzen en inkomensschokken. Daarnaast neemt het aandeel aflossingsvrij bij alle leeftijdsgroepen toe. Zeker bij een beperkt zicht van hypotheekverstrekkers op de financiële situatie van klanten, kunnen zich bij aflossingsvrije hypotheek herfinancieringsproblemen voordoen aan het einde van de looptijd.

Beleid

DNB heeft besloten de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) te verhogen naar 1 procent. Toen DNB in maart 2020 de systeemrisicobuffers voor ABN AMRO, Rabobank en ING verlaagde, kondigde zij tevens het voornemen aan om de buffers te herstellen door een verhoging van de CCyB. De onzekerheid als gevolg van de oorlog in Oekraïne domineert op dit moment het risicobeeld, maar tegelijkertijd geeft het stevige economische herstel na de coronapandemie aanleiding om te beginnen met de geleidelijke opbouw van de CCyB. Onder voorbehoud dat het risicobeeld niet fors verslechtert, zal de buffer van 1 procent per 25 mei 2023 van kracht zijn. De verhoging van de CCyB bevordert de weerbaarheid van de bankensector, ook omdat hiermee kapitaal wordt aangehouden dat in crisissituaties losgelaten kan worden. Het belang hiervan is gedurende de coronapandemie duidelijk aangetoond. Indien de risico's voor de financiële stabiliteit gedurende de opbouwperiode sterk toenemen, zal DNB conform het raamwerk van de CCyB de verhoging heroverwegen.

Prijsstabiliteit is belangrijk voor financiële stabiliteit.

De inflatieontwikkeling en -verwachtingen zullen de verdere timing en vormgeving van het monetair beleid bepalen. Enerzijds kan een situatie waarbij de normalisatie van het monetair beleid onnodig lang wordt uitgesteld leiden tot risico's voor financiële

stabiliteit. Het is onvermijdelijk en wenselijk dat de economie en het financiële systeem zich aanpassen, na een lange periode van ruime financiële condities en een zoektocht naar rendement. Bovendien kan inflatie zich verankeren in de economie, wat de financiële stabiliteit negatief kan beïnvloeden. Anderzijds kan een plotse verkrapping van financiële condities een negatieve impact op de financiële stabiliteit hebben.

Ten slotte vraagt de oververhitte woningmarkt om verdere maatregelen.

De fiscale voordelen, ruime leennormen en subsidies voor starters resulteren uiteindelijk in hogere huizenprijzen en dienen daarom te worden afgebouwd. Hierbij blijft DNB zich inzetten om de risico's van aflossingsvrije hypotheek te beperken, waarbij een hernieuwde daling van de uitstaande aflossingsvrije schuld wordt beoogd.

1 Macro-financiële omgeving

1.1 Macro-economische ontwikkelingen

De economische vooruitzichten zijn door de oorlog in Oekraïne en de hoge inflatie verslechterd.

De afgelopen maanden is het krachtige economische herstel uit de coronapandemie in veel landen vertraagd. Daarbij zijn de vooruitzichten met onzekerheid omgeven en afhankelijk van het verloop van de oorlog in Oekraïne. Na een sterk herstel van de wereldeconomie in 2021, met 6,1 procent groei, zijn de groeiaramingen voor 2022 in april door het IMF naar beneden bijgesteld met 0,8 procentpunt. Naar verwachting groeit de wereld-economie dit jaar met 3,6 procent. De economie van Oekraïne zelf is door de oorlog het hardst geraakt en zal naar verwachting met 35 procent krimpen: de economische activiteit is in grote delen van het land stil komen te liggen, infrastructuur en ander kapitaal is beschadigd of vernietigd en veel bewoners zijn het land ontvlucht. Ook de Russische economie zal krimpen, naar verwachting met 8,5 procent dit jaar, voornamelijk als gevolg van de sancties. Voor de eurozone voorspellen de ECB en het IMF positieve, maar lagere, groei. Vooral landen in Oost- en Centraal-Europa worden hard geraakt door de oorlog. DNB heeft in maart geraamd dat de economische groei in Nederland met ongeveer

0,2 procentpunt lager zal uitvallen, tot 3,5 en 1,5 procent in respectievelijk 2022 en 2023. Medio juni zal DNB nieuwe ramingen voor de Nederlandse economie publiceren. De economische gevolgen van de oorlog kanaliseren zich met name via energie- en grondstofmarkten, handelsbeperkingen als gevolg van sancties en mogelijke fragmentatie van de wereldeconomie.

Verdere aanbodverstoringen kunnen het economische herstel hinderen. Het directe handelseffect van de oorlog is voor veel landen beperkt door de relatief bescheiden handelsstromen met Rusland en Oekraïne, maar de verschillen tussen landen zijn aanzienlijk. Daarnaast spelen aanbodbeperkingen en knelpunten in toeleveringsketens, die ook al voor het begin van de oorlog de productie verstoorden, een belangrijke rol in de economische vooruitzichten. Grondstofprijzen waren in de loop van 2021 al hoog door een combinatie van sterk economisch herstel, aanbodverstoringen en geopolitieke spanningen, maar de prijzen zijn sinds het begin van de oorlog in Oekraïne naar recordhoogtes gestegen. Daarbij waren de prijzen van met name olie, gas, nikkel en tarwe bijzonder volatiel (figuur 1). Hogere grondstofprijzen en verdergaande aanbodbeperkingen, bijvoorbeeld door een boycot van Russische energie of

beperkte leveringen door Rusland, of een opleving van de pandemie, kunnen de knelpunten in de bevoorrading verder doen toenemen; dit geldt ook voor het strikte coronabeleid in sommige Aziatische landen, waaronder China. Bovendien trekken hogere energie- en grondstofprijzen een wissel op het besteedbaar inkomen van huishoudens en de investeringscapaciteit van bedrijven. Verschillende landen compenseren huishoudens en bedrijven voor de hoge energieprijzen, wat de economische gevolgen zal verzachten, maar in oplopende overheidsuitgaven en -tekorten resulteert.

Een aanhoudend hoge inflatie kan leiden tot hogere risicovrije rentes, wat de houdbaarheid van schuldposities op termijn onder druk zet. Al voor de oorlog in Oekraïne liep de inflatie in veel landen op. Een langdurige oorlog, met bijbehorende sancties, kan ervoor zorgen dat de inflatie langer hoog blijft dan nu wordt verwacht. Het risico van hogere inflatieverwachtingen en een loonprijs-spiraal kan ertoe leiden dat centrale banken het monetaire beleid sneller moeten verkrappen, waardoor rentes verder oplopen (zie verder Financiële markten). Op termijn kan dit de schuldhoudbaarheid van overheden, bedrijven en huishoudens onder druk zetten. Hier staat overigens tegenover dat schulden in

de lage-renteomgeving veel langer zijn gefinancierd, waardoor een rentestijging niet onmiddellijk doorwerkt. Tijdens de pandemie zijn de schulden van overheden, bedrijven en huishoudens al sterk opgelopen, waardoor zij kwetsbaarder zijn geworden voor rentestijgingen. Bovendien is de rentegevoeligheid van risicovolle activa over het afgelopen decennium toegenomen, waardoor de verliezen voor investeerders bij rentestijgingen groter kunnen zijn.¹ Daarnaast signaleren opgelopen renteverschuiven binnen de eurozone zorgen over de schuldhoudbaarheid van perifere landen zodra het ruime monetaire beleid verder wordt afgebouwd.

De coronapandemie is mondiaal nog niet ten einde en vooral lage-inkomenslanden en opkomende economieën zijn kwetsbaar voor stijgende financieringskosten. Met name lage-inkomenslanden en opkomende economieën kampen met een lage vaccinatiegraad en aanhoudende druk op het gezondheidstelsel, waardoor het economische herstel in deze landen achterblijft. De stijgende marktrente als gevolg van monetaire normalisatie in westerse landen zorgt daarbij ook voor hogere financieringskosten voor deze landen, waar tevens de budgettaire druk van de pandemie voortduurt. De oplopende rentes in ontwikkelde landen en een verslechterde macro-economische en financiële

situatie kan in een kapitaaluitstroom resulteren, wat het economische herstel verder bemoeilijkt. Ook vormt de lage vaccinatiegraad in deze landen een neerwaarts risico, doordat het risico op nieuwe virusvarianten aanwezig blijft.

De opleving van de pandemie en financiële kwetsbaarheden in China vormen een risico voor de wereldeconomie. Nieuwe besmettingsgolven en strenge contactbeperkende maatregelen zetten een rem op de economische groei in China: de industriële productie daalde in april voor het eerst in twee jaar met 2,9 procent (j-o-j) en Chinese consumenten lijken voorzichtiger te zijn geworden. De detailhandelsverkoop daalden voor de tweede maand op rij met 11,1 en 3,5 procent in april en maart respectievelijk (j-o-j). De Chinese aandelenkoersen zijn gedaald als gevolg van een verslechterd beleggerssentiment. Verder drukken de aanhoudende problemen in de vastgoedsector de economische groei, onder andere gekenmerkt door dalende huizenprijzen, hoge schuld-niveaus en minder transacties. De groeiramingen liggen voor de komende jaren met rond de 5 procent aanzienlijk onder het langetermijngemiddelde. De vertraging vergroot de kwetsbaarheden, met name voor opkomende markten met nauwe economische en financiële banden met China, maar vormt ook een

risico voor de wereldeconomie. Toeleveringsketens zijn door de teruggelopen activiteit in de Chinese economie verder verstoort, waardoor tekorten voor producenten mondiaal oplopen. Daarnaast is China een belangrijke leverancier en klant op de energie- en grondstofmarkt.

De oorlog in Oekraïne kan de energietransitie versnellen, maar vergroot ook de kans op een onordelijke transitie. Europese landen willen graag minder afhankelijk zijn van Russisch gas en zetten daarom in op een versnelling van de transitie naar duurzame energiebronnen. Tegelijkertijd lijken landen op de korte termijn juist terug te vallen op meer vervuilde fossiele brandstoffen, wat de energie-transactie kan vertragen en de noodzaak tot stringenter klimaatbeleid in de toekomst vergroot. Zowel een onverwachte versnelling als een vertraging kunnen leiden tot een meer schoksgewijze energietransitie, die ook in herwaarderings van investeringen in de fossiele sector en oplopende verliezen bij financiële instellingen kunnen resulteren. Het recente rapport van het *Intergovernmental Panel on Climate Change* (IPCC), het klimaatpanel van de VN, laat bovendien zien dat de huidige klimaattoezeggingen van landen verre van voldoende zijn om de doelen van het klimaatakkoord van Parijs te halen. Het huidige klimaatbeleid levert in 2030 hooguit een stabilisatie van de uitstoot op.

¹ ECB (2021). Financial Stability Review.

Tot slot leidt de oorlog in Oekraïne tot meer politieke, mondiale fragmentatie, terwijl er een grote internationale beleidsinspanning nodig is om de gevolgen van klimaatverandering het hoofd te bieden.

Een laag consumentenvertrouwen en kwetsbaarheden in het bedrijfsleven vormen een belangrijk risico voor de groeivoorzichten in Nederland.

Het herstel van de Nederlandse economie na de coronacrisis was het afgelopen jaar bijzonder sterk, gekenmerkt door hoge consumptie van huishoudens, groei in de meeste bedrijfssectoren en een krappe arbeidsmarkt. Het consumentenvertrouwen neemt sinds oktober echter af door de hoge inflatie en daaropvolgende koopkrachteffecten en is door de invasie van Rusland in Oekraïne verder aangetast (figuur 2). Tegelijkertijd heerst onder producenten een relatief positief sentiment door het sterke economische herstel en de nog steeds hoge bestedingen. Aangezien het economische herstel na de pandemie grotendeels op de particuliere consumptie is gefundeerd, vormt het dalende consumentenvertrouwen een neerwaarts risico. Daarnaast kunnen ook aangescherpte voorwaarden voor leningen, hogere energieprijzen en aanhoudende problemen in toeleveringsketens de

winstgevendheid van bedrijven onder druk zetten. Daarbij zijn met name bedrijven die tijdens de pandemie betalingsachterstanden en hoge schulden hebben opgebouwd en spelers in energie-intensieve sectoren kwetsbaar.

De overheidsfinanciën zijn verrassend goed uit de coronacrisis gekomen, maar recente ontwikkelingen brengen nieuwe uitdagingen met zich mee.

Als gevolg van de economische klap van de coronapandemie en de omvangrijke steunmaatregelen zijn de tekorten van de Nederlandse overheidsfinanciën in 2020 en 2021 opgelopen. De steunmaatregelen waren mogelijk omdat de Nederlandse overheidsfinanciën er voor aanvang van de pandemie goed voor stonden, met een relatief lage schuldquote van 48,5 procent van het bbp in 2019. Uiteindelijk is de budgettaire impact van de coronacrisis meegevallen: de overheidsschuld is in 2021 uitgekomen op 52,1 procent van het bbp. Sinds de installatie van het nieuwe kabinet zijn er – naast de ambitieuze plannen uit het coalitieakkoord – aanvullende budgettaire uitdagingen bijgekomen. Zo moet de overheid, naar aanleiding van de uitspraak van de Hoge Raad, een groot bedrag terugbetalen aan burgers die te veel belasting hebben betaald in Box 3.

Daarnaast heeft het kabinet naar aanleiding van de oorlog in Oekraïne besloten tot aanvullende compensatie voor hoge energieprijzen en extra geld voor defensie. Om deze aanvullende uitgaven te dekken, neemt het kabinet onder meer lastenverhogende maatregelen in de vennootschapsbelasting, Box 2 en de overdrachtsbelasting. Ook wordt incidenteel budget gehaald uit het Nationaal Groeifonds, het Klimaatfonds en het Transitiefonds. Het kabinet heeft de kosten die direct gerelateerd zijn aan Oekraïne (zoals de opvang van vluchtelingen) buiten het uitgavenplafond geplaatst, waarmee wordt afgeweken van de begrotingsregels.

1.2 Financiële markten

De Russische invasie van Oekraïne en de daaropvolgende westerse sancties hebben tot hoge

volatiliteit op financiële markten geleid. De invasie luidde initieel stevige koersverliezen in op aandelenmarkten, met correcties van circa 10 tot 15 procent, waarbij vooral techaandelen en conjunctuurgevoelige sectoren zoals Europese banken (-30 procent binnen een maand) hard werden geraakt. Tegelijkertijd hebben de meeste markten veerkracht getoond door goed te blijven functioneren, waardoor de stress zich

vooral nog niet verder door het financiële systeem heeft verspreid. De grootste impact van de Russische invasie is zichtbaar op grondstofmarkten, waar zorgen over aanbodtekorten de prijzen en volatiliteit stevig hebben opgedreven (zie [Box 1](#)). De grondstofprijzen dragen sterk bij aan de oplopende inflatie en inflatieverwachtingen van financiële markten. Zij voorzien dat de inflatie in het eurogebied op korte en middellange termijn boven de 2 procent blijft en de kans op een scenario van aanhoudend hoge inflatie wordt aanmerkelijk geacht. Uit optieprijzen volgt bijvoorbeeld dat beleggers een 30-procentkans toedichten aan een gemiddelde inflatie van meer dan 4 procent over de komende vijf jaar. Begin dit jaar was dit nog slechts een kans van 2 procent.

Door de aanhoudend hoge inflatiecijfers verwachten financiële markten een verdere normalisatie van het monetaire beleid, waardoor rentes oplopen. Zo heeft de Amerikaanse centrale bank dit jaar de beleidsrente al met 75 basispunten verhoogd en verwacht de markt voor de rest van dit jaar nog ongeveer 200 basispunten aan additionele renteverhogingen. Hiermee rekent de markt op een zeer snelle cyclus van renteverhogingen, waardoor risicovrije rentes in hoog tempo zijn opgelopen. Zo is de Amerikaanse 10-jaarsrente op staatsobligaties sinds begin dit jaar van 1,5 naar circa 3 procent gestegen.

Voor de ECB is de marktverwachting voornamelijk gematigder en wordt voor dit jaar gerekend op een verhoging van de beleidsrente van ongeveer 100 basispunten. [Figuur 3](#) laat zien dat de Europese 10-jaarsswaprente sinds de start van het jaar met meer dan 100 basispunten is gestegen. Daarmee is het hoogste niveau sinds 2014 bereikt. Daarnaast hebben de inflatiezorgen en de verwachte reactie van centrale banken gezorgd voor een verhoogde volatiliteit op rentemarkten ([figuur 4](#)). De toename van de (nominale) rente is grotendeels gedreven door inflatieverwachtingen. Reële rentes blijven hiermee op een laag niveau, waardoor financiële condities nog steeds relatief ruim blijven. Recentelijk zijn financiële condities echter wel wat verkrappt als gevolg van oplopende nominale rentes, hogere kredietrisicopremies en lagere aandelenkoersen.

De stijging van (reële) rentes en zorgen over de economische vooruitzichten zetten de waarderingen van (risicovolle) activa onder druk.

Reële rentes in het eurogebied noteren nog steeds negatief, waardoor prikkels om in risicovolle activa te beleggen blijven bestaan. Een verdere stijging van de reële rentes kan bijvoorbeeld de waardering van aandelen onder druk zetten. Zo noteren Europese aandelen meer dan 10 procent lager sinds de start van

het jaar en lopen spreads op risicovolle bedrijfsobligaties op. De kans op een forse marktcorrectie neemt toe als beleggers te veel blijven leunen op de veronderstelling dat overheden en centrale banken in geval van (nieuwe) neerwaartse schokken accommoderend beleid zullen voeren.

Bovendien kan een lagere liquiditeit op rentemarkten de volatiliteit versterken. Sinds eind 2021 neemt de liquiditeit van zowel Duitse als Amerikaanse staatsobligaties af. In maart dit jaar bereikte de marktdiepte – een indicator voor liquiditeit – een niveau vergelijkbaar met die tijdens de marktstress in maart 2020. Daarbij heeft de Russische invasie en de daaruit voortvloeiende risicoaversie de trend die eind 2021 begon versterkt. Liquiditeitsverschaffers lijken hun aanbod te verminderen, omdat ze rekening houden met de terugtrekking van centrale banken uit de obligatiemarkten. Een lagere marktliquiditeit kan zorgen voor grotere bewegingen in activaprijzen. Een mogelijke marktcorrectie, veroorzaakt door de verdere stijging van de reële rente of toenemende inflatieverwachtingen, kan hierdoor sterker doorwerken in het financiële systeem.

Box 1 Russische invasie in Oekraïne zorgt voor volatiele olieprijs

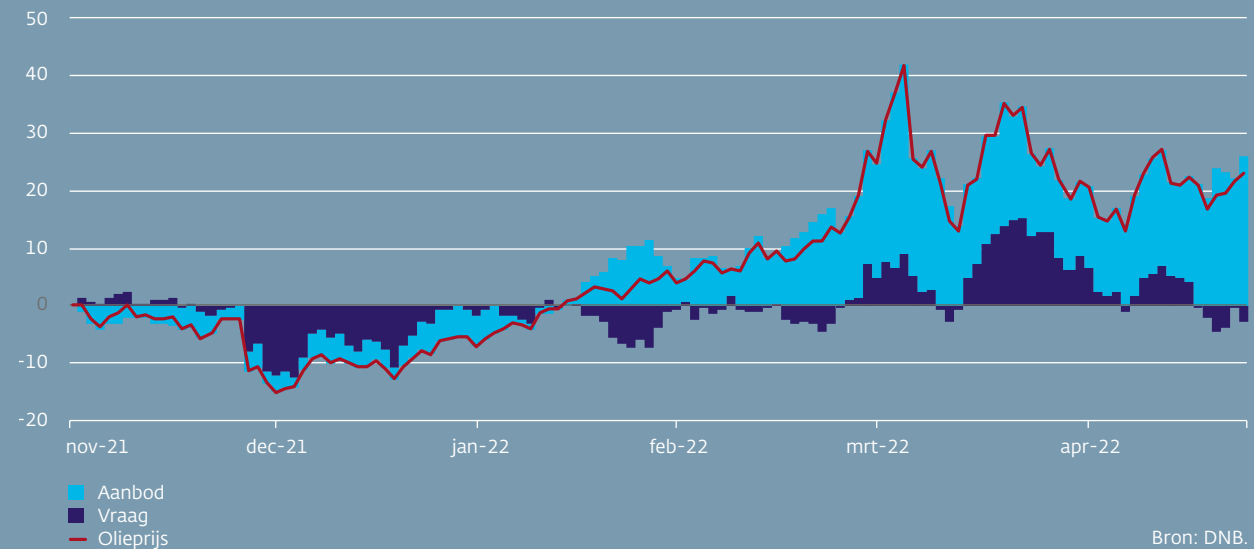
Meilina Hoogland en Romain Meuwissen

Sinds de Russische invasie van Oekraïne is de volatiliteit van olieprijsen – net als die van veel andere grondstoffen – flink toegenomen. Zo steeg de olieprijs (Brent) in het eerste kwartaal met ruim 40 dollar per vat tot een niveau van 128 dollar, om daarna weer een daling in te zetten. Bewegingen in de olieprijs worden veroorzaakt door vraag- en aanbodeffecten, zoals veranderingen in de dagelijkse hoeveelheid oliewinning (aanbod) of veranderingen in de economische vooruitzichten (vraag).

Het doel van deze box is om de rol van vraag- en aanbodeffecten op de olieprijs van elkaar te onderscheiden. Dit doen we door gebruik te maken van bewegingen in aandelenkoersen in een *Bayesian Vector Autoregression* (BVAR) model. Bij een positieve vraagschok als gevolg van hogere economische groeivooruitzichten stijgen zowel olieprijsen als aandelenkoersen. Een positieve aanbodschock leidt daarentegen tot lagere olieprijsen en hogere aandelenkoersen, doordat lagere energiekosten de winstgevendheid van bedrijven positief beïnvloeden.

Figuur 5 Decompositie van bewegingen in de olieprijs naar vraag en aanbod

Cumulatief prijsverschil t.o.v. 1-11-2021; dollar per vat



Uit onze analyse blijkt dat de stijging van de olieprijs in het eerste kwartaal van dit jaar vooral gedreven werd door aanbodeffecten. In [figuur 5](#) zijn de cumulatieve veranderingen van de olieprijs zichtbaar. Zo was het olieaanbod nog niet voldoende hersteld van de productie-onderbrekingen als gevolg van de pandemie, terwijl de investeringen in olieproductie structureel gedaald zijn als gevolg van de transitie naar duurzame energiebronnen. Deze krapte op de oliemarkt nam in februari verder toe door zorgen over de aanvoer van Russische olie als gevolg van de invasie in Oekraïne en de daaropvolgende westerse sancties. In maart is de krapte op de oliemarkt echter afgenomen, wat zich vertaalt in een daling van de olieprijs. Deze daling wordt met name gedreven door minder vraag, onder meer als gevolg van een (verwachte) groeivertraging in China. Ook speelt mee dat het aanbod is toegenomen na de beslissing van de Verenigde Staten en andere *International Energy Agency*-leden om een deel van hun strategische oliereserves op de markt te brengen. Sinds eind april stijgt de olieprijs weer, mede gedreven door het vooruitzicht van een Europees embargo op Russische olie.

De hoge volatiliteit van de olieprijs heeft het functioneren van de oliemarkt (tijdelijk) ondermijnd. Zo is het voor beleggers bij een hogere

volatiliteit kostbaarder om te handelen in olie-futures, vanwege de dagelijkse verrekening van prijsverschillen van openstaande posities. Hierdoor neemt het risico op zogeheten *margin calls* namelijk toe, waarbij handelaren geld moeten bijstorten om hun positie vast te kunnen houden. Tegelijkertijd zorgt de hoge volatiliteit ervoor dat het afsluiten van nieuwe posities meer kapitaal vereist (*initial margin*). Daarmee verminderen centrale tegenpartijen (CCP's) logischerwijze het tegenpartijrisico, omdat ze voorkomen dat het in gebreke blijven van één (grondstof)handelaar andere handelaren in de problemen brengt. De door de CCP's gevraagde *margins* stegen echter zo hard dat handelaren moeite hadden om daar op korte termijn aan tegemoet te komen. Hierdoor zijn beleggers terughoudend bij het aangaan van nieuwe posities en worden bestaande posities afgewikkeld, waardoor de liquiditeit in de oliemarkt is afgenomen. Ook zoeken handelaren hun toevlucht tot bilaterale afwikkeling van posities, buiten CCP's om, hetgeen risico's op deze markten ook weer doet stijgen. Na de financiële crisis is juist ingezet op centrale clearing om financiële stabiliteit te vergroten. Gezien het aanhoudende karakter van de Russische invasie en het gebrekkige herstel van de liquiditeit wordt verwacht dat de olieprijs in de komende periode nog volatiel zal blijven.

Cryptomarkten noteerden recent grote verliezen, na een periode van zeer snelle groei. Zo daalde de Bitcoin-koers tussen eind maart en medio mei met 37 procent. De verliezen op cryptomarkten zijn deels gedreven door oplopende rentes en economische groei zorgen. Zo maken hogere rentes beleggingen in relatief risicoarme activa weer een aantrekkelijker alternatief. Ook de ineenstorting van de op-twee-na-grootste stablecoin Terra drukt het vertrouwen in crypto-activa. De verliezen op de cryptomarkt vinden plaats na een periode van exceptionele groei. Zo bedroeg de marktkapitalisatie van crypto's begin mei ongeveer 1,6 biljoen euro, een vertienvoudiging sinds 2020 ([figuur 6](#)). Deze groei werd gedreven door een zoektocht naar rendement in een lage rente-omgeving en een stijgend aanbod van manieren om te investeren in crypto's. Zo maakten verschillende (*exchange traded*) fondsen die direct of indirect (onder andere via *futures*) beleggen in crypto's een flinke stijging door in de hoeveelheid beheerde activa sinds begin vorig jaar (van 18 miljard euro begin 2021 naar 45 miljard euro begin mei 2022). Daarbij vormen crypto's door de manier waarop ze ontworpen zijn – 24/7 mondiaal toegankelijk zonder dat men daarbij gebruik hoeft te maken van een centrale dienstverlener – een aantrekkelijk alternatief voor consumenten en investeerders. Ook kunnen beleggers relatief makkelijk in- en uitstappen. Veel munten werken bovendien op basis van pseudo-anonimiteit.

Cryptomarkten vormen op termijn een potentieel risico voor de financiële stabiliteit. Met de bredere omarming van crypto-activa in het financiële stelsel, nemen ook de verwevenheden met traditionele activa en sectoren toe. Zo steeg de correlatie tussen Bitcoin en aandelenindices sinds de coronacrisis en wijst het IMF op toenemende *spillovers* tussen crypto-activa en traditionele financiële markten. De groeiende rol in het financiële systeem betekent dat cryptomarkten ook een punt kunnen bereiken waarop ze systeemrelevant worden. Op dit moment is de relatieve omvang van de cryptomarkt in vergelijking met de totale activa van de mondiale financiële sector echter nog klein. Bovendien lijkt de investeerdersbasis vooral te bestaan uit speculatieve beleggers, waaronder *hedge* fondsen en *retail*-beleggers, terwijl banken, verzekeraars en pensioenfondsen beperkte directe uitzettingen naar crypto-activa hebben. Mocht de trend van voor de recente marktonrust echter doorzetten, dan kan instabiliteit en een vertrouwenscrisis op cryptomarkten wel degelijk overslaan op traditionele financiële markten en economische sectoren.² In de zomer zal DNB een Occasional Study publiceren met betrekking tot crypto's en stablecoins en de noodzaak tot verdere regelgeving van deze sector.

² FSB (2022). Assessment of risks to financial stability from crypto-assets.

1.3 Woningmarkt

De huizenprijzen zijn in Nederland de afgelopen jaren alsmäär naar recordhoogtes gestegen, veroorzaakt door zowel vraag- als aanbodfactoren.

In juni 2013 bereikten de huizenprijzen na vijf jaar negatieve groeicijfers een dieptepunt. Sindsdien is het landelijke prijsgemiddelde meer dan verdubbeld. De sterke prijsgroei wordt verklaard door zowel vraag- als aanbodfactoren. Nederlandse huishoudens kunnen relatief veel – fiscaal voordelig – lenen voor de aankoop van een woning. Hun financieringsruimte groeit door de LTV-limiet van 100 procent nauw mee met de stijgende huizenprijzen. Ook is de leenruimte onder de inkomenstoets de afgelopen jaren toegenomen door de lage rente en inkomensstijgingen. De hypotheekrente stijgt sinds een aantal maanden echter weer, wat de financieringsruimte van huishoudens verkleint en de groei van de huizenprijzen kan afremmen. Verder stuwden de relatief lagere woonlasten van een koopwoning de vraag: voor starters zijn de woonlasten van een koopwoning – ondanks de sterke prijsstijgingen – gemiddeld lager dan van een vergelijkbare huurwoning in de vrije sector. Daar komt bij dat met reguliere en vrijwillige aflossingen kopers (vrijwel) onbelast vermogen in hun

woning opbouwen. Ook de aanhoudende krapte in het aanbod heeft de sterke prijsstijgingen ondersteund.

De risico's voor de financiële stabiliteit komen voornamelijk voort uit de hoge hypotheekschulden van Nederlandse huishoudens. De schuldpositie van Nederlandse huishoudens is met 100 procent van het bbp (2021) na die van de Denen (104 procent) de hoogste van Europa. Huishoudens, en met name jonge starters, benutten als gevolg van de sterke prijsstijgingen vaker hun financieringsruimte maximaal. Daar komt bij dat door het hoge prijsniveau steeds minder huishoudens een hypotheek met Nationale Hypotheek Garantie (NHG) afsluiten. In het vierde kwartaal van 2021 was 28 procent van alle uitstaande hypotheekcontracten gedekt met NHG, terwijl dit nog maar voor 18 procent van de nieuw uitgegeven hypotheeken het geval was. Het (bijna) maximaal benutten van de financieringsruimte en de afname van de NHG-dekking maakt recente kopers relatief kwetsbaar voor een huizenprijs- of inkomensdaling, wat ook financiële gevolgen voor de kredietverstrekkers kan hebben. Ten opzichte van de 2008-2013 woningmarktcrisis is de kans op onderwaterstand voor huishoudens wel kleiner geworden. De schuldwaardeverhoudingen zijn gedaald als gevolg van de sterke huizenprijsstijgingen en aflossingen door

huishoudens. Huizenbezitters die recent hun eerste woning hebben gekocht en de grenzen van de leen-normen hebben opgezocht lopen echter een groter risico op onderwaterstand bij dalende woningprijzen.

Opvallend in het leengedrag is dat de populariteit van aflossingsvrije hypotheeken bij alle leeftijds-groepen weer is toegenomen. In het algemeen geldt nog steeds dat aflossingsvrije hypotheeken vooral door oudere huizenbezitters worden afgesloten (figuur 7). Zij hebben namelijk bij het oversluiten van hun hypotheek of doorstroming op de woningmarkt nog recht op hypotheekrenteaftrek, als hun oude aflossingsvrije hypotheek voor 2013 is afgesloten. Maar de populariteit stijgt ook bij jongere kopers, mogelijk geprikkeld door de lagere maandlasten van een deels aflossingsvrije lening. 24 procent van de huishoudens onder de 36 jaar sloot in het vierde kwartaal van 2021 een deels aflossingsvrij hypotheekcontract af ten opzichte van 14 procent in 2020K1, waarbij een aflossingsvrije lening vaak met een annuitaire lening wordt gecombineerd.

Hierdoor is de afbouw van het aandeel aflossingsvrij in de totaal uitstaande hypotheekschuld tot stilstand gekomen. Het aandeel aflossingsvrij is in het vierde kwartaal van 2021 op 44 procent gestagneerd. Als de trend doorzet zou het aandeel aflossingsvrij in de totale hypotheekschuld weer kunnen stijgen.

DNB heeft hypotheekverstrekkers in het verleden al vaker opgeroepen om klanten over de risico's van aflossingsvrije leningen te informeren en om hun risicobeheer te versterken. Huishoudens dienen door de sector gestimuleerd te worden om het aflossings-vrije deel van hun hypotheek te beperken. Ook het Financieel Stabiliteitscomité heeft in november 2021 banken nogmaals opgeroepen verdere stappen te zetten om de risico's van aflossingsvrije hypotheeken te verminderen.

Aflossingsvrije hypotheeken vormen een financieel risico voor huishoudens en financiële instellingen.

De lagere maandlasten van een aflossingsvrije lening kunnen huishoudens ertoe aanzetten om dichterbij hun maximale hypotheekbedrag te lenen ten behoeve van meer bestedingsruimte op de krappe, dure koopmarkt. Daarbij lossen huishoudens tijdens de looptijd niet regulier af op de hypotheeksom en aan het einde van de looptijd kan het gehele hypotheekbedrag nog ter herfinanciering of terugbetaling openstaan. Door een hogere rente of lager inkomen op dat moment kunnen huishoudens de hypotheeklasten dan mogelijk niet meer dragen en genooddaakt zijn het huis te verkopen. Bovendien heeft de kredietverstrekker vaak niet voldoende informatie om de ontwikkeling van de kredietwaardigheid tijdens de looptijd van de lening goed te monitoren. Informatie over het inkomen of

vermogen wordt door de klant alleen verstrekt op het moment dat de hypotheek wordt afgesloten. De kredietverstrekker is hierdoor voor de terugbetaling of herfinanciering van de lening aan het einde van de looptijd sterk afhankelijk van de waarde van het onderpand. Daar komt bij dat een groot deel van de aflossingsvrije hypotheeken gelijktijdig zal aflopen. Tussen 2034 en 2039 en 2047 en 2051 loopt respectievelijk 29 en 36 procent van de aflossingsvrije schuld af (figuur 8). Financiële instellingen hebben geen ervaring met de grootschalige afloop van aflossingsvrije hypotheeken en daarom ook nauwelijks data van het krediet- en herfinancieringsrisico. DNB maakt zich zorgen dat de risico's op potentiële verliezen niet voldoende zijn meegenomen door de instellingen in hun risicobeheersing.

Ook de stijgende hypotheekrente vormt een risico voor huishoudens. Eind vorig jaar bereikte de gewogen gemiddelde hypotheekrente van nieuw afgesloten hypotheekcontracten het dieptepunt van 1,65 procent, een afname van bijna vier procentpunten ten opzichte van de piek van 5,61 procent in oktober 2008. De afgelopen maanden zijn de meeste rentetarieven die voor de verschillende rentevaste periodes worden aangeboden met ruim 1 procentpunt gestegen. Voor 23 procent van de totaal uitstaande hypotheekschuld loopt de komende vijf jaar de rentevaste periode af; voor 57 procent in de komende tien jaar (figuur 9).

Daarbij is de gemiddelde hypotheekrente op hypotheken waarvan de rentevaste periode de komende tien jaar afloopt met tussen de 1,8 en 3,2 procent laag. Door de stijgende hypotheekrente worden veel huishoudens met een variabel rentecontract – overigens is dit maar op 4 procent van de Nederlandse hypotheekschuld van toepassing – of waarvan de rentevaste periode afloopt waarschijnlijk met hogere rentetarieven en mogelijk hogere maandlasten geconfronteerd. Huishoudens die de afgelopen jaren hun hypotheek hebben af- of overgesloten zijn over het algemeen minder kwetsbaar voor rentestijgingen: 60 procent van de nieuwe hypotheek heeft een rentevaste periode van langer dan tien jaar.

De energieprijzen zijn de afgelopen maanden ongekend snel gestegen, wat ook financiële gevolgen heeft voor Nederlandse eigenwoningbezitters. De gemiddelde variabele consumententarieven van gas en energie waren in maart 2022 meer dan verdubbeld ten opzichte van eind 2021 en meer dan verzesvoudigd ten opzichte van een jaar eerder (op

basis van voorlopige cijfers voor maart 2022 van het CBS).³ De gasprijs is de afgelopen maanden weer enigszins op het niveau van voor de oorlog gestabiliseerd, maar hoe de consumententarieven zich verder zullen ontwikkelen blijft erg onzeker en is afhankelijk van het verdere verloop van de oorlog en eventuele nieuwe sancties. DNB heeft in maart 2022 in reactie op de economische impact van de oorlog geactualiseerde ramingen en simulaties uitgebracht, met een negatief scenario waarin de energieprijzen in 2022 met bijna 60 procent toenemen ten opzichte van het gemiddelde prijsniveau over 2021. Door de hogere energieprijzen stijgen de energielasten van huiseigenaren, waardoor zij minder besteedbaar inkomen overhouden voor andere uitgaven zoals hypotheeklasten. Een energieprijsstijging van 60 procent resulteert in gemiddeld 900 euro extra energielasten per jaar per huiseigenaar.^{4,5} Deze extra lasten staan gelijk aan 2,1 procent van het gemiddelde netto besteedbare inkomen van Nederlandse huiseigenaren. De daadwerkelijke impact van de hogere energieprijzen per individueel huishouden is echter sterk afhankelijk van

het energiecontract en of een vast contract recentelijk of binnenkort afloopt.⁶ Doordat gemiddeld het grootste deel van de energielasten opgaat aan gasverbruik voor het verwarmen van de woning, is ook het energielabel en de verwarmingsmethode van een woning van groot belang voor de financiële impact op huishoudens.

De financiële impact van de hogere energieprijzen is het grootst voor huizenbezitters met relatief lage inkomens. Figuur 10 laat de extra energielasten in 2022 bij een energieprijsstijging van 60 procent zien voor verschillende inkomensgroepen. De energielasten stijgen voor de armste 20 procent van de huishoudens in absolute termen het minst (800 euro), maar deze stijging vormt een groter deel van hun besteedbare inkomen (3,8 procent). Voor de twintig procent van de Nederlandse huishoudens met de hoogste inkomens zouden de energielasten met 1.000 euro per jaar stijgen, wat gelijkstaat aan 1,4 procent van hun besteedbare inkomen. Het verschil in impact op besteedbaar inkomen tussen inkomensgroepen wordt groter naarmate de energieprijzen toenemen. Als de energieprijzen

3 De energielasten van gas en elektriciteit zijn onderverdeeld in vaste transport- en leveringskosten die per jaar vastgesteld worden en variabele tarieven voor levering, opslag van duurzame energie en belastingheffingen (zie CBS, 2022). De vermelde prijsstijgingen van de gemiddelde variabele consumententarieven van gas en energie hebben alleen betrekking op het variabele leveringstarief.

4 De berekeningen hebben alleen betrekking op huishoudens die in hun eigen woning wonen (4,3 miljoen huishoudens). Huurders zijn in deze analyse – die op de impact van de hogere energieprijzen op de terugbetaalcapaciteit van hypotheekschulden focust – buiten beschouwing gelaten. In de berekeningen is de aanname gemaakt dat het energiegebruik van huishoudens door de prijsstijgingen onveranderd is gebleven, wat in overeenstemming is met de lage elasticiteit van de energievraag van huishoudens op de korte termijn (CE Delft, 2021).

5 De overheid compenseert tijdelijk de extra energielasten van huishoudens deels door een verlaging van de belasting op elektriciteit en een teruggave van de energiebelasting. Deze compensatiemaatregelen (gemiddeld 400 euro per huishoudens) zijn in de berekeningen van de extra energielasten meegewogen. Huishoudens met een laag inkomen of net boven het sociaal minimum krijgen in 2022 een eenmalige energietoeslag voor de stijgende energiekosten. Dit hebben we niet meegenomen omdat slechts 1 procent van de huiseigenaren hiervoor in aanmerking komt.

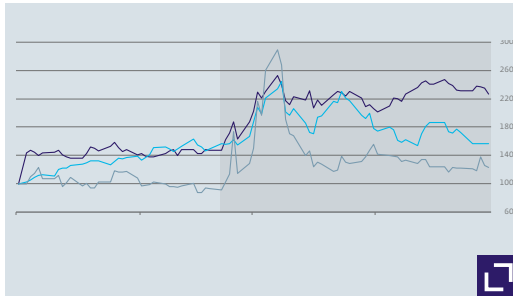
6 Ter illustratie: 61 procent van de Nederlandse huishoudens had in april 2021 een energiecontract waarin de prijzen voor maximaal een jaar vastlagen (ACM, 2021).

met 85 procent zouden stijgen in 2022 ten opzichte van het gemiddelde prijsniveau in 2021 zou dit een beslag leggen op respectievelijk 6,9 en 2,2 procent van het besteedbare inkomen van de laagste en hoogste inkomensgroep.

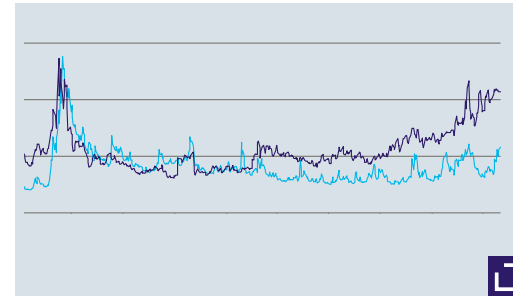
Tevens werken de hogere energielasten door in het kredietrisico van de hypotheekportefeuilles van banken. Huishoudens houden door de hogere energielasten immers minder inkomen over om aan hun hypothecaire verplichtingen te voldoen. [Figuur 11](#) laat de samenhang tussen de stijgende energielasten, de terugbetaalcapaciteit van huishoudens (uitgedrukt in de zogenaamde *debt-service-to-income ratio* ofwel 'DSTI-ratio') en de kans op betalingsachterstanden zien aan de hand van een aantal stressscenario's. In deze scenario's wordt uitgegaan van een afname van het gemiddelde netto besteedbare inkomen van Nederlandse huishoudens van 0,7, 2, en 4 procent als gevolg van energieprijsstijgingen van respectievelijk 35, 60 en 85 procent. Afhankelijk van de energieprijsstijging neemt het aantal huishoudens waarvan de hypothecaire maandlasten meer dan een kwart van het besteedbaar inkomen vormen toe met 2,7 tot 4,8 procent.

Deze huishoudens komen relatief snel in de knel met hun financiële verplichtingen en hebben beperkt ruimte om financiële schokken op te vangen. De toename van het aantal wanbetalingen door de hogere energielasten blijft beperkt (stijging tussen de 0,04 en 0,27 procent), wat ook in overeenstemming is met eerdere analyses dat Nederlandse huishoudens ook in crisistijden aan hun hypotheekverplichtingen blijven voldoen. In combinatie met andere negatieve ontwikkelingen, zoals bijvoorbeeld een toename van de werkloosheid, structureel achterblijven van het inkomen bij inflatie of hogere hypotheeklasten als gevolg van stijgende rentetarieven kan het aandeel niet-presterende hypotheeklenkers echter verder toenemen.

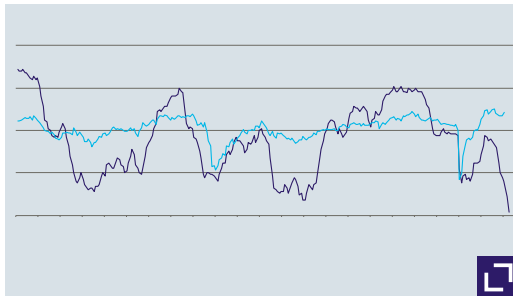
Figuren



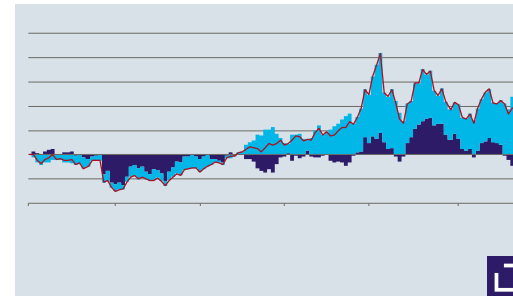
Ontwikkeling grondstofprijzen
[Bekijk figuur 1 →](#)



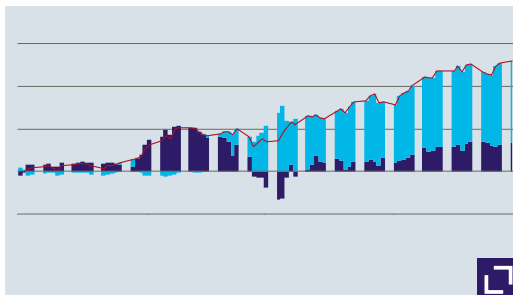
Volatiliteit rentemarkten flink
hoger dan op aandelenmarkten
[Bekijk figuur 4 →](#)



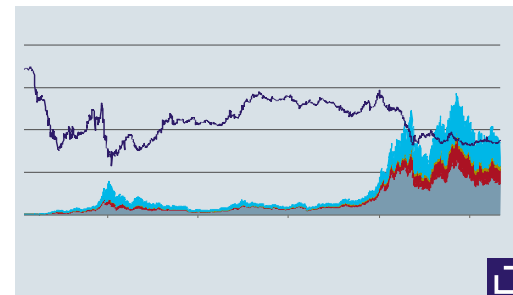
Consumenten- en producenten-
vertrouwen in Nederland
[Bekijk figuur 2 →](#)



Decompositie van bewegingen in
de olieprijs naar vraag en aanbod
[Bekijk figuur 5 →](#)

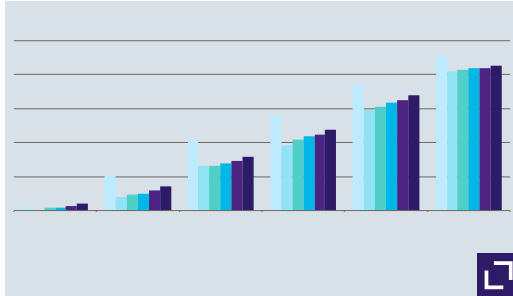


Hogere rente vooral gedreven
door inflatieverwachtingen
[Bekijk figuur 3 →](#)

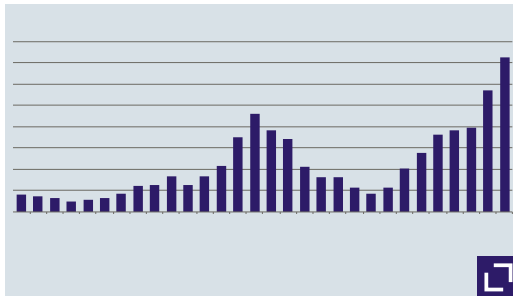


Cryptomarkten ondanks recente
verliezen fors gegroeid
[Bekijk figuur 6 →](#)

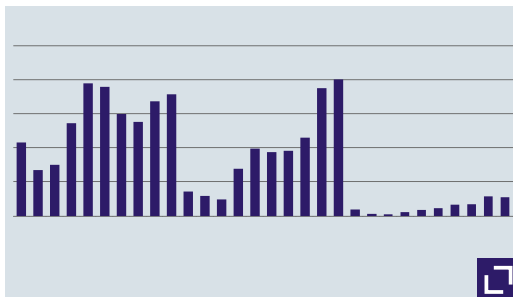
Figuren



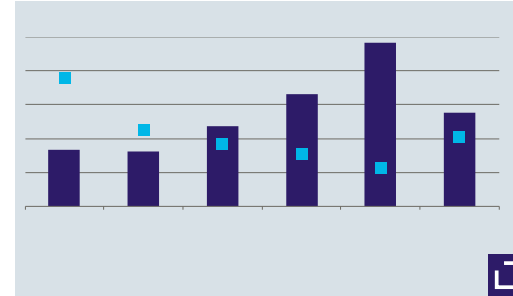
Het aandeel aflossingsvrij in de verstrekte hypotheekschuld neemt bij alle leeftijdsgroepen toe
[Bekijk figuur 7 →](#)



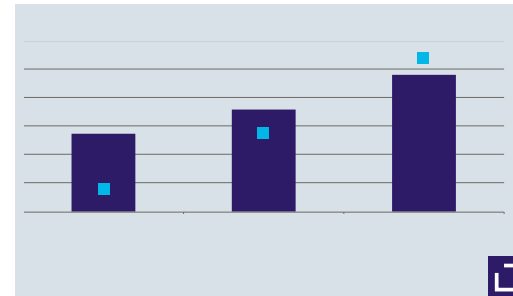
Een groot deel van de aflossingsvrije hypotheekschuld loopt gelijktijdig af
[Bekijk figuur 8 →](#)



Nederlandse huishoudens zetten de rente relatief lang vast, maar een kwart van de schuld loopt de komende vijf jaar af
[Bekijk figuur 9 →](#)



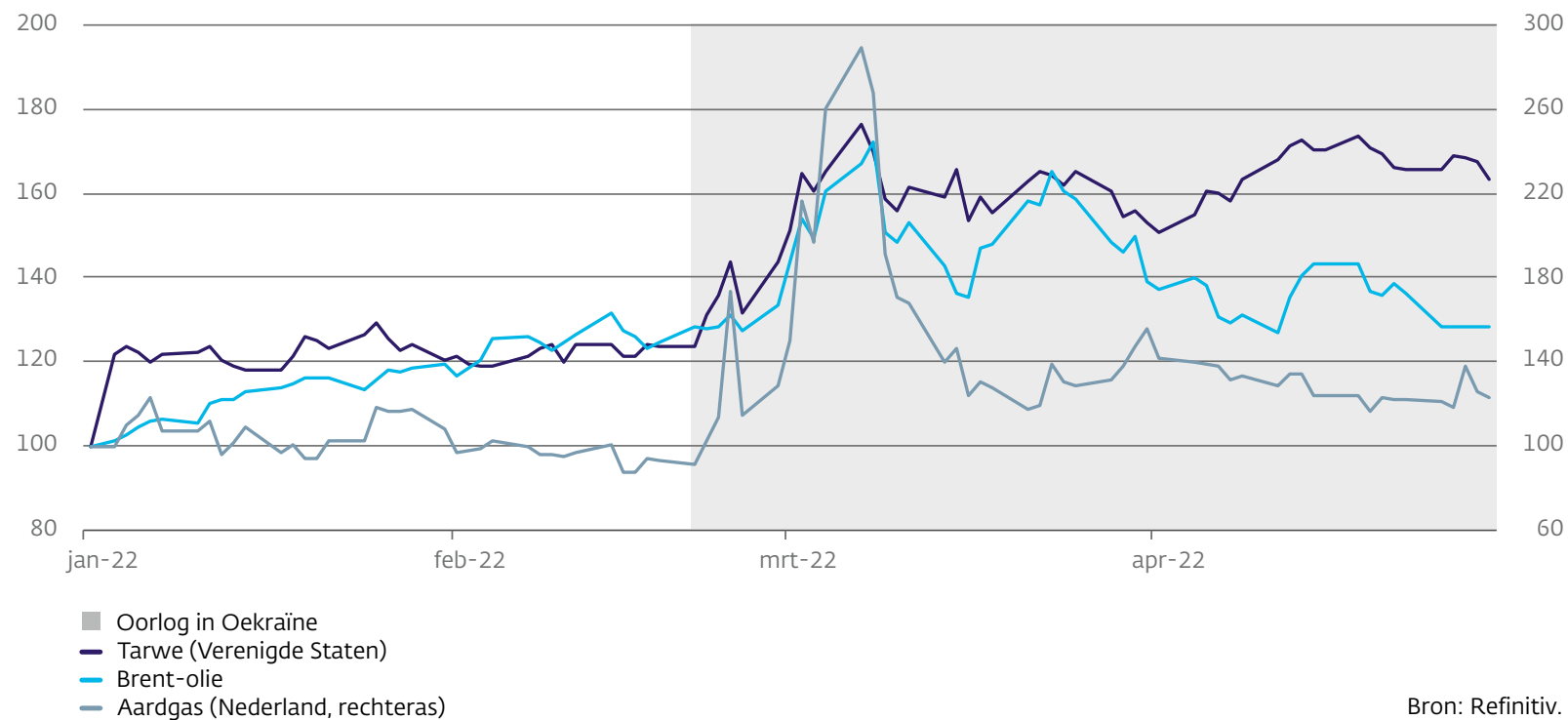
Stijging van de jaarlijkse energielasten als gevolg van een 60 procent energieprijsstijging in 2022 per inkomensgroep
[Bekijk figuur 10 →](#)



Samenhang tussen energieprijsstijgingen, terugbetaalcapaciteit en betalingsachterstanden in de leningenportefeuilles van banken
[Bekijk figuur 11 →](#)

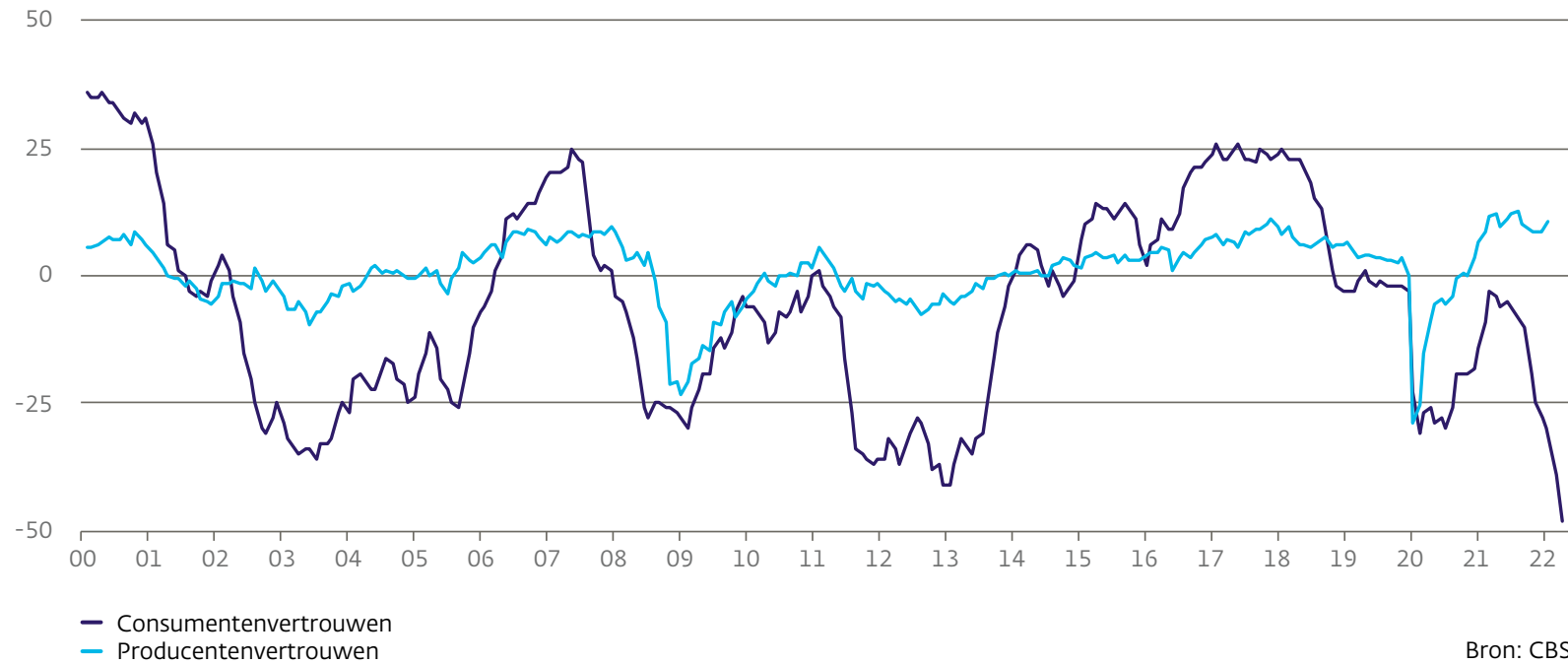
Figuur 1 Ontwikkeling grondstofprijzen

Spotprijzen, index ultimo 2021=100



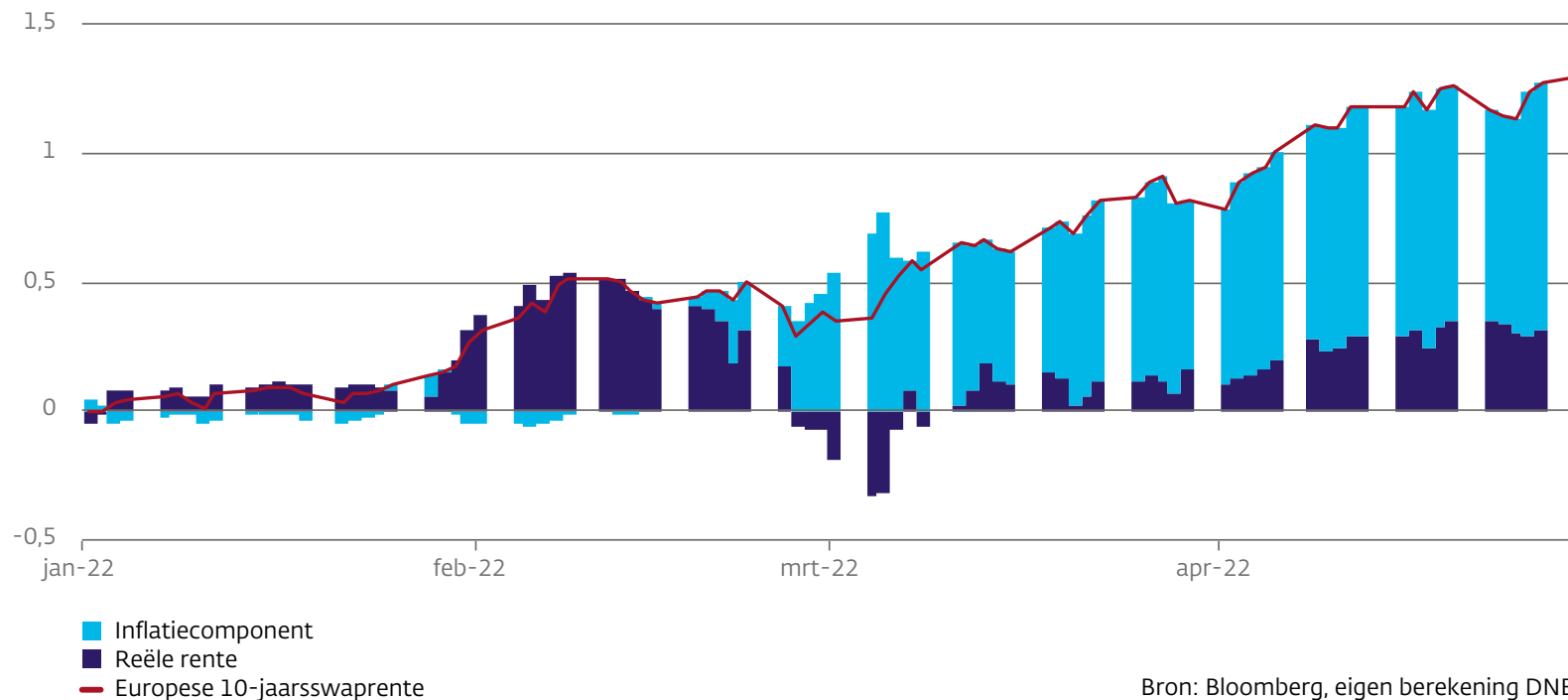
Figuur 2 Consumenten- en producentenvertrouwen in Nederland

Stemmingsindicator



Figuur 3 Hogere rente vooral gedreven door inflatieverwachtingen

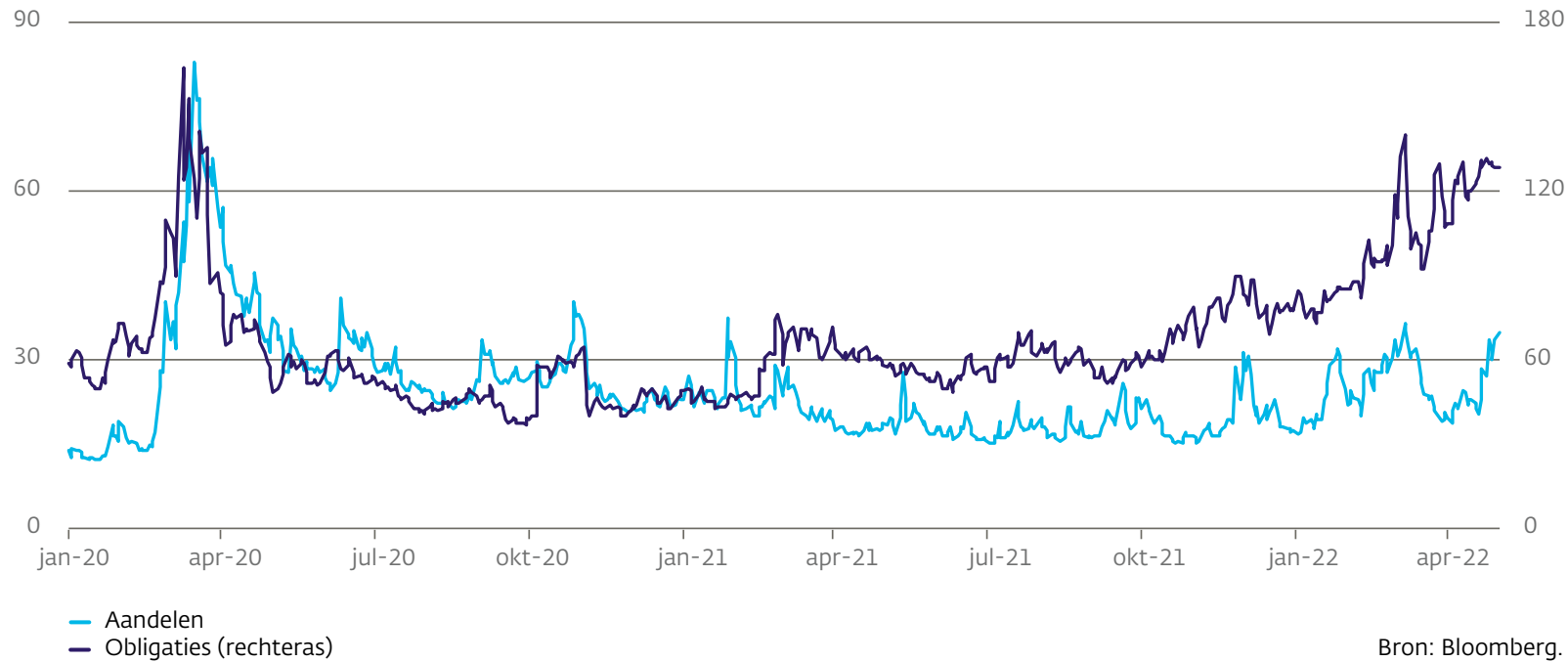
Procentpunten



Toelichting: verandering ten opzichte van begin 2022 van de Europese swaprente en deelcomponenten.

Figuur 4 Volatiliteit rentemarkten flink hoger dan op aandelenmarkten

Index

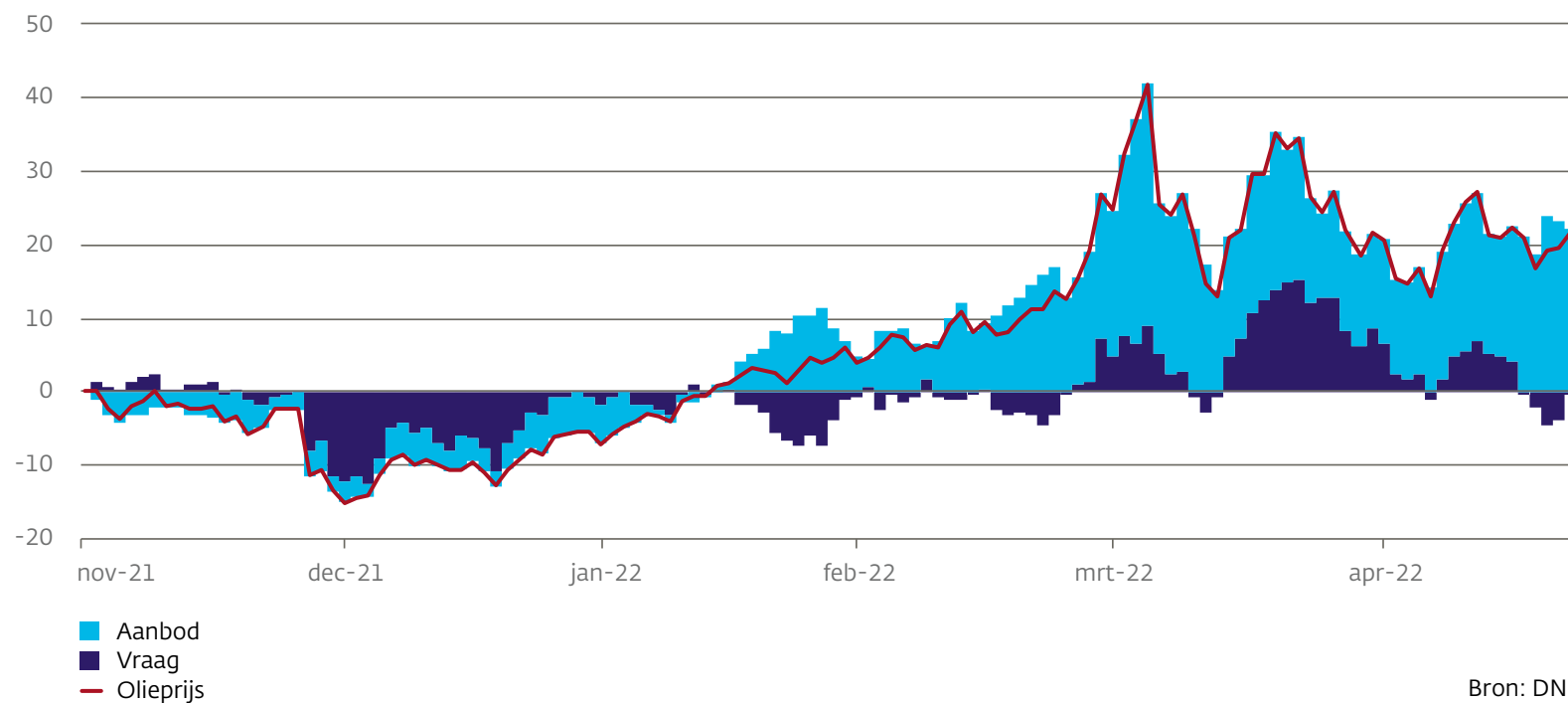


Bron: Bloomberg.

Toelichting: geïmpliceerde volatiliteit van obligaties en aandelen in de VS (MOVE- en VIX-index).

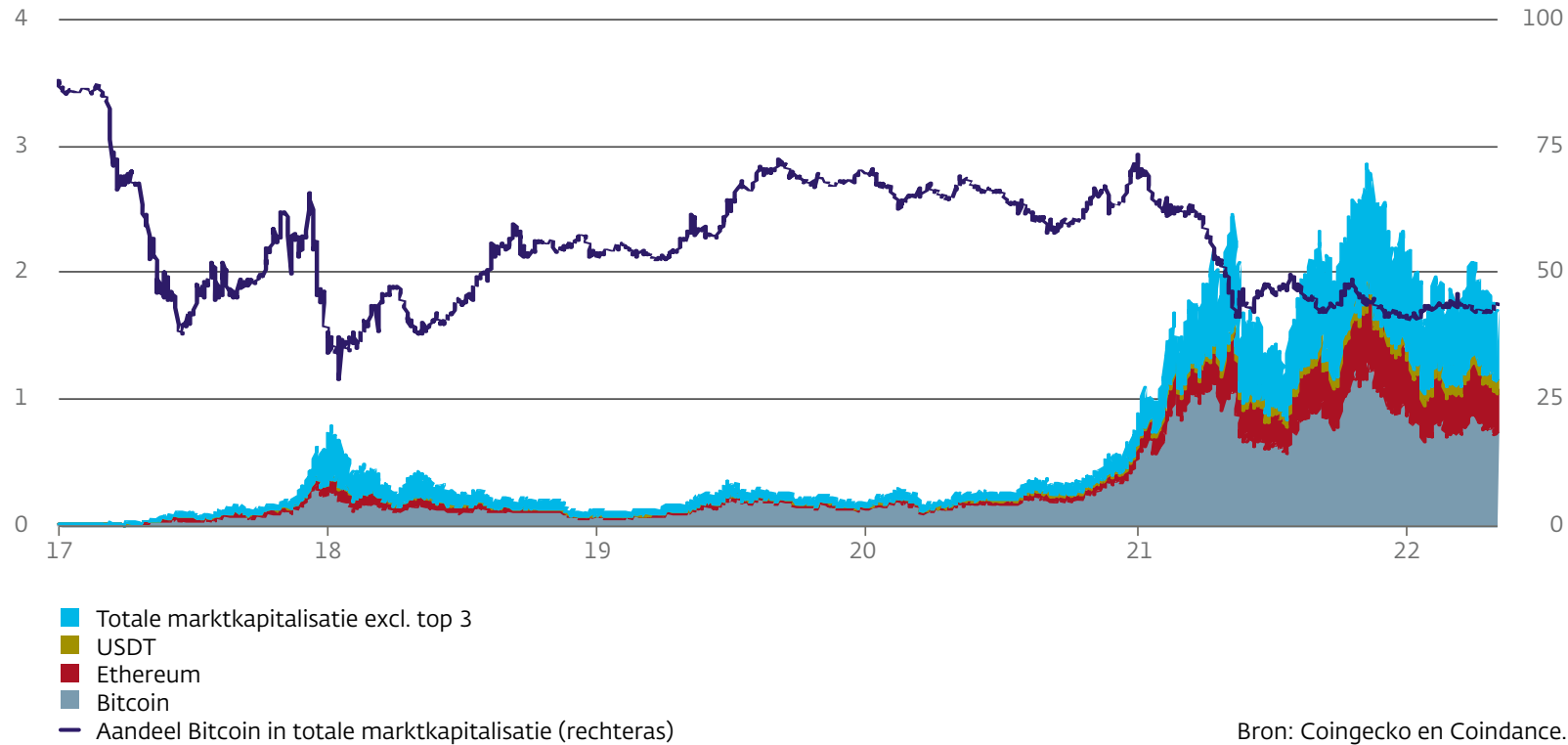
Figuur 5 Decompositie van bewegingen in de olieprijs naar vraag en aanbod

Cumulatief prijsverschil t.o.v. 1-11-2021; dollar per vat



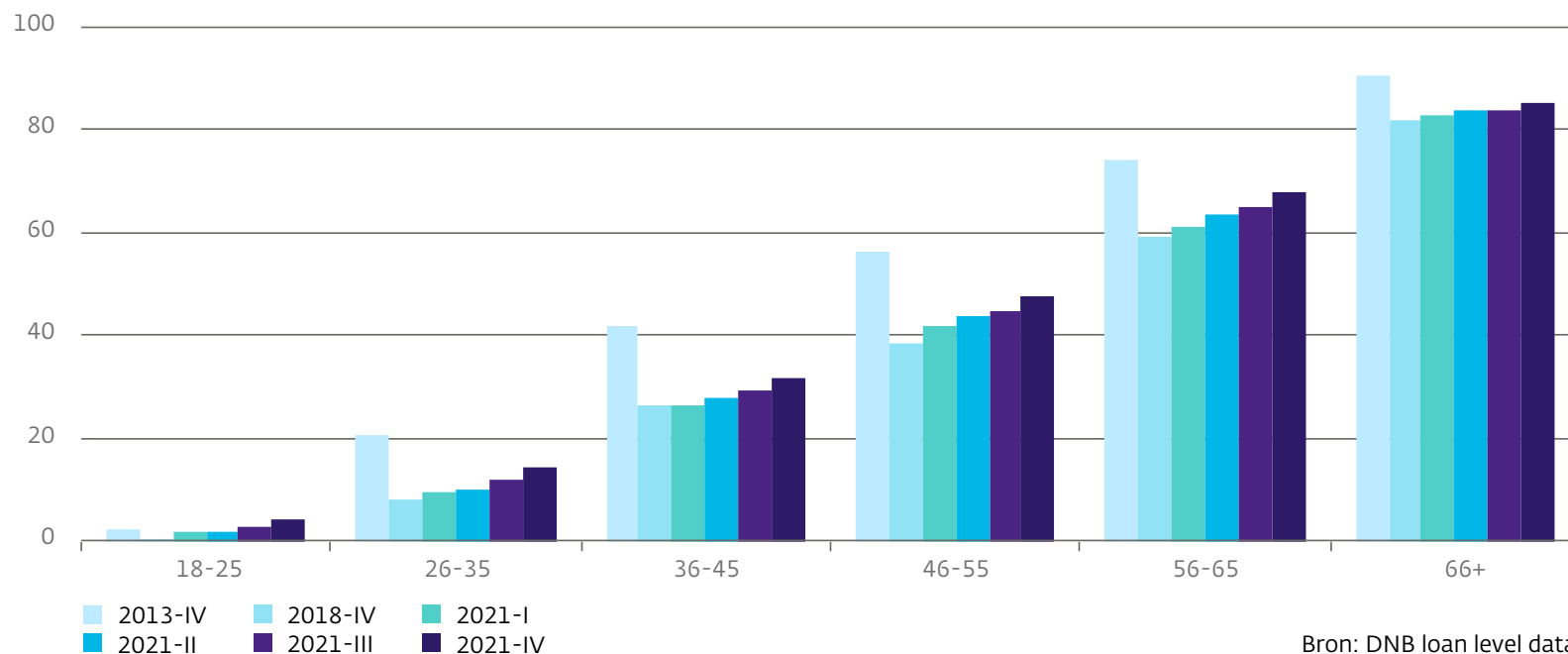
Figuur 6 Cryptomarkten ondanks recente verliezen fors gegroeid

Biljoenen USD; procenten



Figuur 7 Het aandeel aflossingsvrij in de verstrekte hypotheekschuld neemt bij alle leeftijdsgroepen toe

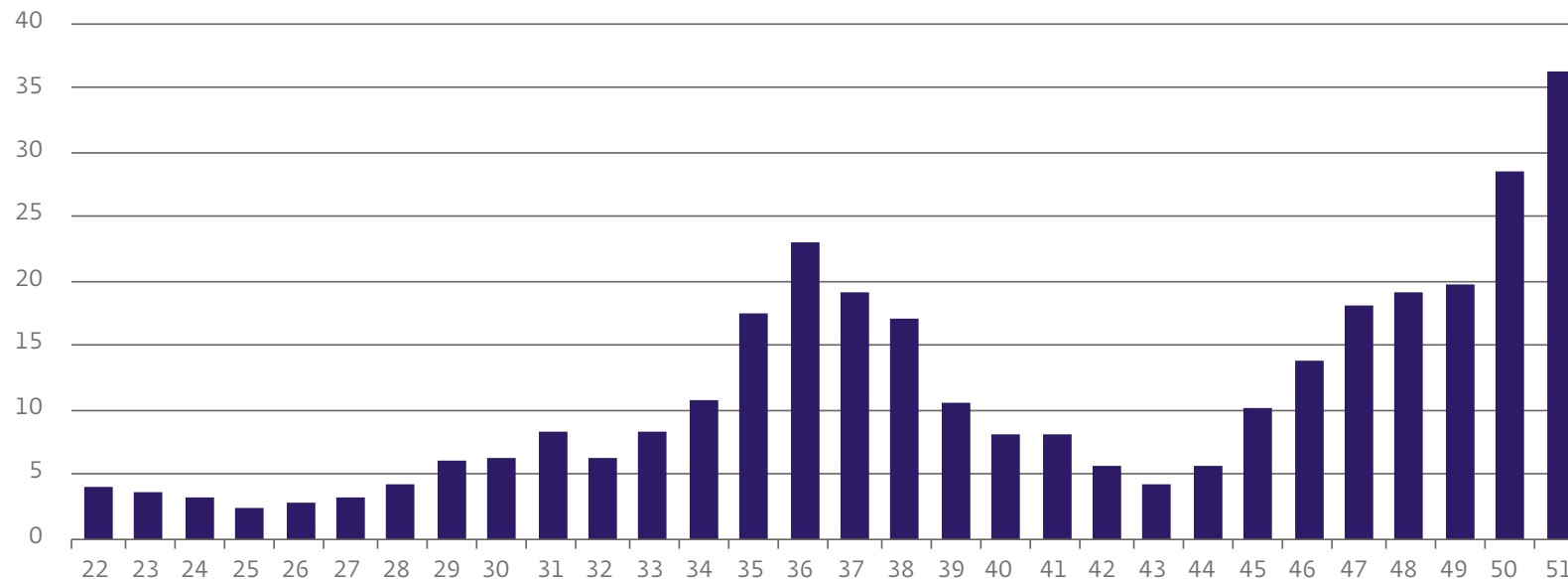
Percentage van de hypotheekproductie naar leeftijdsgroep



Toelichting: Figuur op basis van de RRE-dataset van DNB. De RRE-dataset bestaat uit de woning-hypotheeklen aan Nederlandse huishoudens die banken en NN Groep op hun balans hebben staan. De RRE-dataset dekt meer dan 75 procent van alle uitstaande woninghypotheeklen van Nederlandse huishoudens.

Figuur 8 Een groot deel van de aflossingsvrije hypotheekschuld loopt gelijktijdig af

Miljarden euro

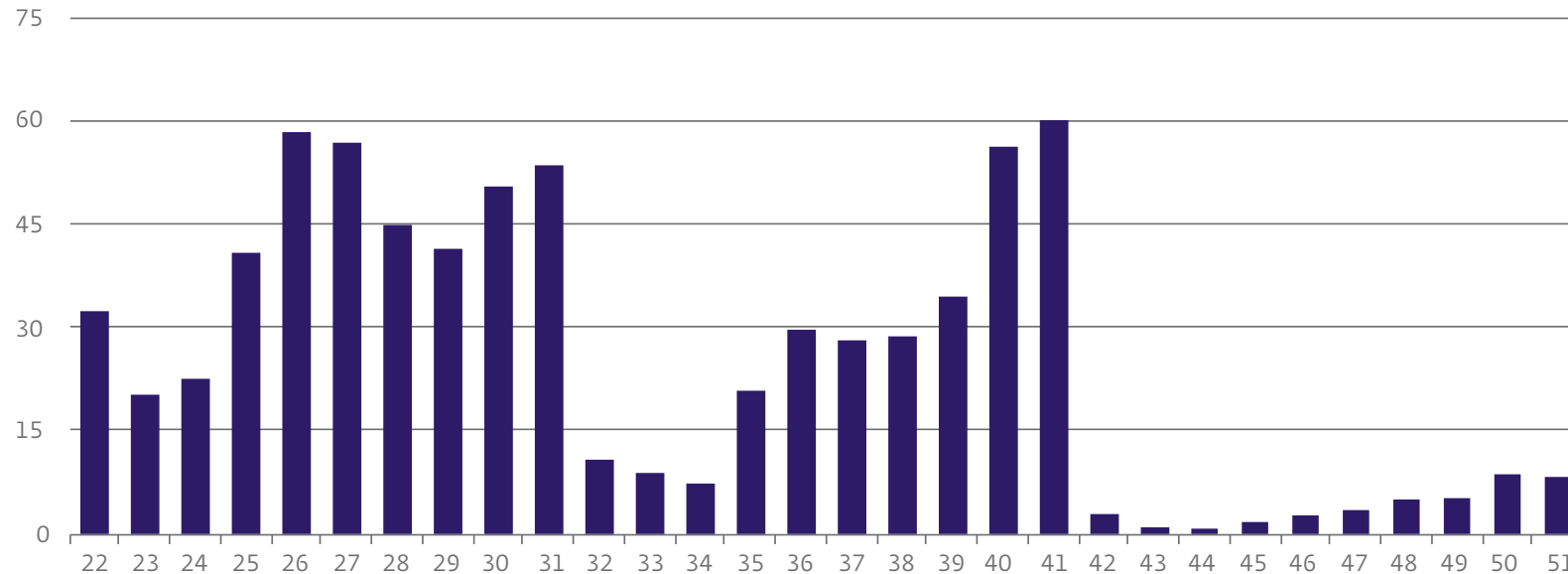


Bronnen: CBS en DNB loan level data.

Toelichting: Figuur laat een projectie van de RRE- en Mercurius-dataset naar de totale hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens zien (totale hypotheekschuld o.b.v. CBS-data). De RRE-dataset bestaat uit de woninghypotheken aan Nederlandse huishoudens die banken en NN Groep op hun balans hebben staan. De Mercurius-dataset bestaat uit de woninghypotheken aan Nederlandse huishoudens die pensioenfondsen, vastgoedfondsen en verzekeraars op hun balans hebben staan. De RRE- en Mercurius-datasets dekken ongeveer 88 procent van alle uitstaande woninghypotheken aan Nederlandse huishoudens. De RRE-data is op basis van hypotheekinformatie van 2021K4 en Mercurius-data op basis van informatie van 2021K2.

Figuur 9 Nederlandse huishoudens zetten de rente relatief lang vast, maar een kwart van de schuld loopt de komende vijf jaar af

Omvang hypotheekschuld met aflopende rentevaste periode (bedragen in mrd euro)

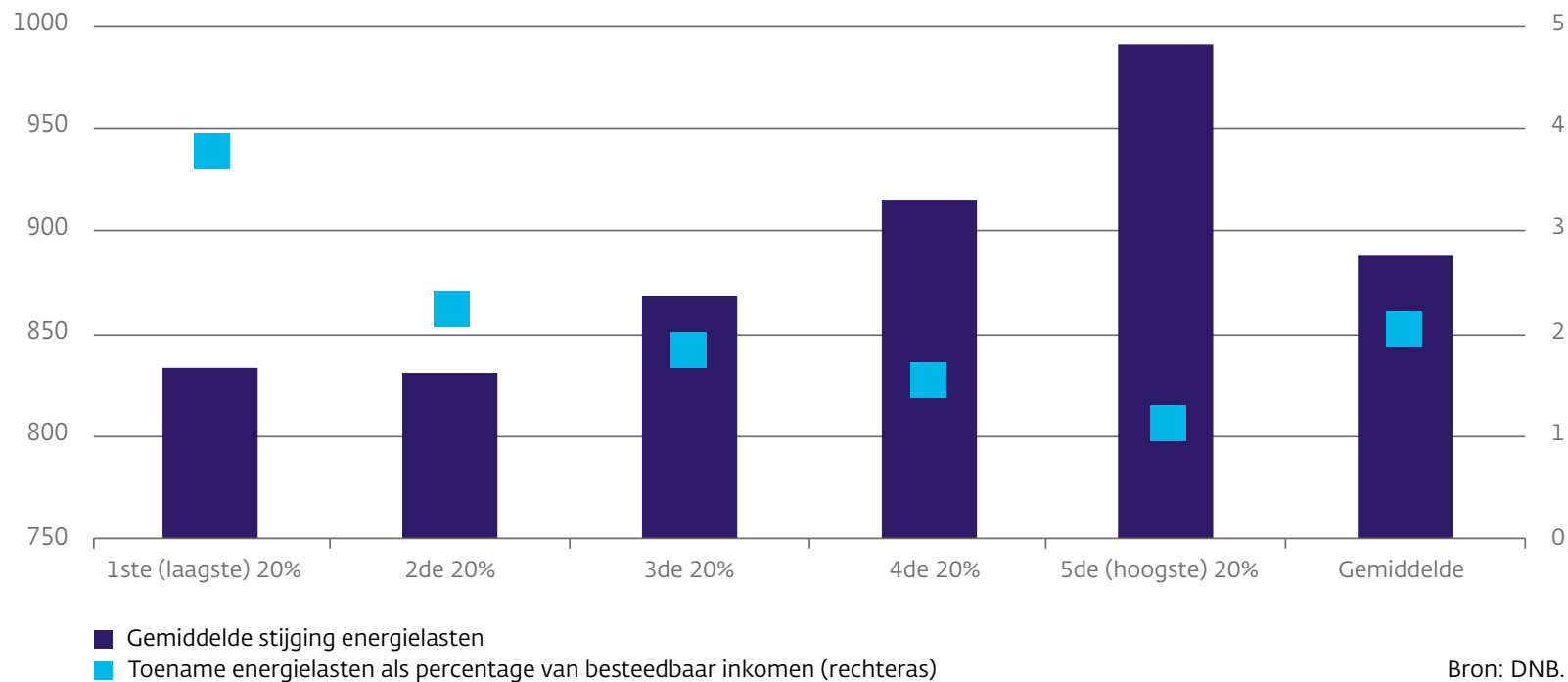


Bronnen: CBS en DNB loan level data.

Toelichting: Figuur laat een projectie van de RRE- en Mercurius-dataset naar de totale hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens zien (totale hypotheekschuld o.b.v. CBS-data). De RRE-dataset bestaat uit de woninghypotheken aan Nederlandse huishoudens die banken en NN Groep op hun balans hebben staan. De Mercurius-dataset bestaat uit de woninghypotheken aan Nederlandse huishoudens die pensioenfondsen, vastgoedfondsen en verzekeraars op hun balans hebben staan. De RRE- en Mercurius-datasets dekken ongeveer 88 procent van alle uitstaande woninghypotheken aan Nederlandse huishoudens. De RRE-data is op basis van hypotheekinformatie van 2021K4 en Mercurius-data op basis van informatie van 2021K2.

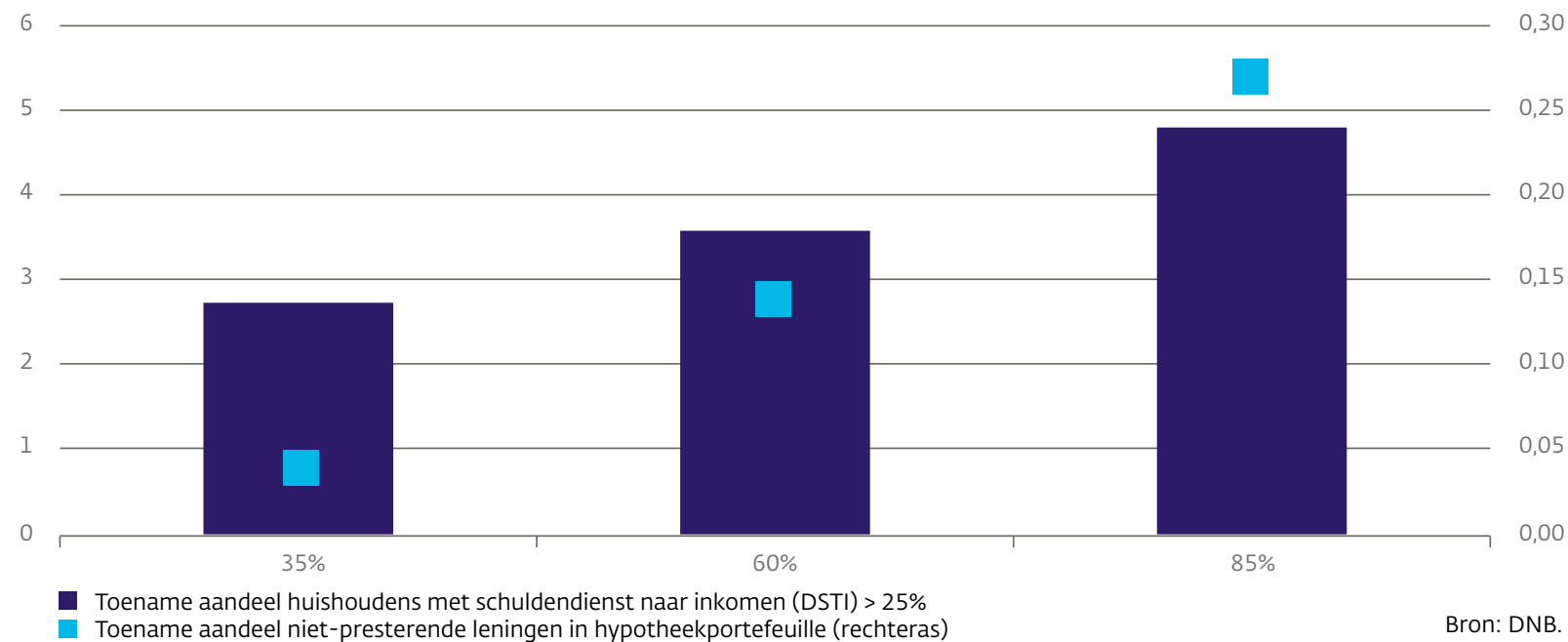
Figuur 10 Stijging van de jaarlijkse energielasten als gevolg van een 60 procent energieprijsstijging in 2022 per inkomensgroep

Euro, procentpunten



Figuur 11 Samenhang tussen energieprijsstijgingen, terugbetaalcapaciteit en betalingsachterstanden in de leningenportefeuilles van banken

Procentpunten



2 Financiële instellingen

De economische en financiële gevolgen van de oorlog in Oekraïne test opnieuw de weerbaarheid van financiële instellingen, die de achtereenvolgende schokken tot nu toe goed doorstaan hebben.

Het financiële stelsel is weerbaar gebleken voor de economische gevolgen van de coronacrisis. Met de oorlog in Oekraïne worden financiële instellingen opnieuw op de proef gesteld. De directe blootstellingen van de Nederlandse financiële sector op Rusland en Oekraïne zijn beperkt, maar de indirecte impact hangt sterk af van het verdere verloop en de gevolgen van het conflict. [Box 2](#) zet deze directe en indirecte risico's voor de Nederlandse financiële sector uiteen.

2.1 Banken

Nederlandse banken hebben de economische impact van de coronacrisis goed doorstaan. Zo zijn de kapitaal- en liquiditeitsposities van Nederlandse banken tijdens de pandemie ruim boven de wettelijke minimumeisen gebleven ([figuur 12](#)). De gemiddelde kernkapitaalratio voor Nederlandse banken is tijdens de coronacrisis gestegen van 16,9 procent in 2019K4 naar 17,7 procent in 2021K4. De *liquidity coverage ratio*, een belangrijke maatstaaf voor de liquiditeitspositie van banken, is gestegen van 145 naar 166 in deze periode.

Box 2 Blootstellingen van de Nederlandse financiële sector op Rusland en Oekraïne

Thomas van den Berg en Dylan Pastoor

De totale directe blootstellingen van de Nederlandse financiële sector op Rusland zijn beperkt. De blootstelling op Rusland van alle sectoren (banken, pensioenfondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen) was al teruggelopen na de Russische annexatie van de Krim in 2014. Dit is voor banken het sterkst zichtbaar, met ultimo 2021 een geringe blootstelling van ongeveer 0,2 procent van de totale bancaire uitzettingen. De directe gevolgen voor het conflict zijn voor de Nederlandse financiële sector daarmee beperkt, al zijn er verschillen op het niveau van individuele banken. Financiële instellingen kunnen ook geraakt worden via hun blootstellingen in de regio, indien verdere escalatie van de oorlog leidt tot *spillover*-effecten. De geaggregeerde blootstellingen van de Nederlandse financiële sector op Centraal- en Oost-Europese landen zijn echter eveneens beperkt. Samen zijn de directe blootstellingen van de Nederlandse banken, pensioen-

fondsen, verzekeraars en beleggingsinstellingen op Oekraïne en landen grenzend aan Oekraïne minder dan 2 procent van de totale blootstellingen.

De blootstelling van de Nederlandse financiële sector aan energiegevoelige bedrijfssectoren is beperkt ten opzichte van de totale activa.

Stijgende en volatiele energieprijzen kunnen het kredietrisico vergroten voor financiële instellingen. Voor energiegevoelige sectoren geldt dat energiekosten een relatief groot deel uitmaken van de totale omzet. Op basis van [ECB-onderzoek](#) is vastgesteld welke sectoren worden meegenomen als energiegevoelig.⁷ Nederlandse financiële instellingen zijn voor ongeveer 15 procent van hun totale activa blootgesteld aan deze sectoren.⁸ Dit is een conservatieve benadering, waarbij niet wordt gedifferentieerd naar energie-intensiteit tussen bedrijven binnen sectoren.

⁷ Landbouw, winning van delfstoffen, industrie, waterdistributie, groot- en detailhandel, vervoer en opslag, verschaffen van accommodatie en voedsel, recreatie en overige diensten.

⁸ Dit betreft de blootstellingen van banken, verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen. Er is ook gekeken naar blootstelling aan energiegevoelige sectoren via buitenlandse beleggingsinstellingen.

Daarom zal de daadwerkelijke blootstelling aan energiegevoelige bedrijven eerder lager dan hoger liggen. Bovendien kunnen bepaalde energiegevoelige bedrijven, zoals bijvoorbeeld die actief in de winning van delfstoffen, ook sterk profiteren van de toegenomen prijzen en volatiliteit.

Ook niet-bancaire partijen hebben beperkte directe blootstellingen aan Russische activa.

Europese fondsen hielden eind 2021 voor ongeveer 38 miljard euro aan Russische activa aan, wat als aandeel van de totaal beheerde activa relatief weinig is. Vooral de blootstellingen van open einde fondsen zijn van belang, omdat deze entiteiten vaak dagelijkse onttrekkingen toestaan en daardoor kwetsbaar zijn voor het opdrogen van liquiditeit. De blootstellingen concentreren zich bovendien bij specifieke groepen fondsen. Vooral fondsen met een focus op opkomende markten hebben in de afgelopen maanden grotere onttrekkingen gezien, met tegelijkertijd een zeer beperkte mogelijkheid om activa te waarderen. Wanneer een fonds als gevolg hiervan in moeilijkheden raakt, dan kan het, conform prospectus, sluiten voor onttrekkingen. Hoewel onttrekkingen voor de meeste fondsen relatief

beperkt zijn gebleven sinds februari, hebben twee Nederlandse fondsen deze opgeschort. In Europa waren meerdere fondsen genoodzaakt te sluiten voor onttrekkingen, voornamelijk als gevolg van problemen met het waarderen van Russische activa.

De sancties hebben ook een operationele impact op financiële instellingen, maar Nederlandse instellingen geven aan de sancties goed uit te kunnen voeren.

Instellingen en bedrijven worden geacht de sancties na te leven. Dit betekent dat zij de tegenpartij bij transacties goed moeten controleren en activa van Russische entiteiten en individuen op de sanctielijst moeten bevriezen. Zo heeft DNB per 19 mei 2160 sanctiemeldingen ontvangen en hebben Nederlandse financiële instellingen 636 miljoen euro aan tegoeden bevroren en 480 miljoen euro aan transacties tegengehouden. Ook de niet-financiële sector wordt geacht zich te houden aan de sanctieregels. Instellingen moeten verder extra waakzaam zijn bij de *know your customer* (KYC)-procedures, omdat het risico bestaat dat bedrijven op de sanctielijst via constructies proberen de sancties te omzeilen.

De Nederlandse bankensector is daarmee beter gekapitaliseerd dan het EU-gemiddelde (15,7 procent in 2021K3). Verder is in het vierde kwartaal van 2021 het kredietboek van banken voor het eerst sinds de coronacrisis weer toegenomen (3,2 procent, j-o-j). Ook de nieuwe productie van bedrijfsleningen neemt toe, hoewel er grote verschillen zijn tussen sectoren die relatief veel of weinig de gevolgen hebben ondervonden van de contactbeperkende maatregelen. Dat de bankensector een onverwachte forse schok heeft kunnen absorberen, is mede te danken aan de hervormingen in het prudentiële raamwerk die op nationaal en Europees verband zijn doorgevoerd na de financiële crisis en die de bankensector weerbaarder hebben gemaakt. Zo zijn additionele (systeem)buffers ingevoerd en zijn aanvullende eisen opgelegd. Daarnaast hebben de monetaire, fiscale en prudentiële beleidsreactie de impact van de coronacrisis op de economie en daarmee de Nederlandse bankensector beperkt.

Hoewel de laatste coronasteun is beëindigd, is de verwachting dat dit niet leidt tot een forse stijging van niet-presterende leningen (NPL's). De uitfasering van steunmaatregelen laat zien dat de coronacrisis langzaam achter ons komt te liggen. Zo zijn per 1 april

2022 de generieke steunmaatregelen, zoals de NOW-regeling, door het kabinet stopgezet. Hoewel dit in sommige sectoren (zoals horeca en accommodatie) kan leiden tot een toename van NPL's, worden er geen grootschalige kliffeffecten verwacht. Verder heeft de Belastingdienst aangekondigd dat uitgestelde belastingen van 19 miljard euro vanaf 1 oktober 2022 over een periode van vijf jaar dienen te worden terugbetaald. DNB verwacht dat circa 7,5 procent van de bedrijven een hoog risico loopt op aflossingsproblemen van deze belastingschuld.⁹ De overheid heeft zelf recentelijk aangegeven dat ze rekent op een belastingtegenvaller van 6 miljard euro. Deze aflossingsproblemen kunnen een opwaarts effect hebben op het aantal NPL's, in zoverre deze bedrijven ook bankkrediet hebben. Tegelijkertijd is het aantal bedrijfsfaillissementen al langere tijd historisch laag: in 2021 waren er circa 1500 uitgesproken bedrijfsfaillissementen, terwijl dit er in 2019 nog ongeveer 3200 waren. Het oplopen van NPL's is daarom ook deels een inhaaleffect dat past bij het normaliseren van de economische omstandigheden, met eveneens een verwachte stijging in het aantal faillissementen in sommige sectoren.

Tegelijkertijd kan de kredietkwaliteit van banken onder druk komen te staan door de oorlog in Oekraïne. Uitzettingen van de Nederlandse bankensector op de direct getroffen landen zijn weliswaar beperkt (zie [Box 2](#)), maar de oorlog in Oekraïne kan het macro-economische momentum beïnvloeden (zie ook [Macro-financiële omgeving](#)). Vooral via tweede orde-effecten kan de kredietkwaliteit van de Nederlandse bankensector verslechteren.¹⁰ Op de korte termijn kunnen bedrijven die sterk afhankelijk zijn van gas, zoals glastuinbouw of chemiebedrijven, mogelijk in de knel komen. Door de stijgende energieprijzen kunnen winstmarges onder druk komen te staan. Banken dienen hiervoor tijdig adequate voorzieningen aan te houden. Op de langere termijn kan de hoge inflatie en het fors gedaalde consumentenvertrouwen resulteren in lagere economische groei, wat ook banken raakt. Verder zijn door de oorlog in Oekraïne de financieringskosten van banken toegenomen.

Daarnaast staan banken voor een aantal uitdagingen die de druk op de winstgevendheid vergroten.

De winstgevendheid van banken is momenteel robuust en de oplopende marktrenten kunnen op de langere termijn een positief effect hebben op de winstgevendheid (zie [Box 3](#) voor een analyse van de impact van hoge inflatie en stijgende rente op banken). Wel kunnen hogere rentelasten de schuldhoudbaarheid van bedrijven en huishoudens aantasten en leiden tot een toename in faillissementen. Ook enkele structurele ontwikkelingen, zoals de energietransitie, digitalisering en BigTech, kunnen de winstgevendheid onder druk zetten. Daarnaast worden banken geconfronteerd met aanzienlijke operationele uitdagingen, vooral als gevolg van de recent opgelegde sancties aan Rusland en Belarus en de uitvoering daarvan.

⁹ Zie DNB (2022). De Invloed van het corona steun- en herstellepakket op het Nederlandse bedrijfsleven.

¹⁰ Zie ook DNB (2022). Economische gevolgen van de oorlog in Oekraïne.

Box 3 De gevolgen van hoge inflatie en een rentestijging voor Nederlandse banken

Francesco Caloia, Remco van der Molen en Alessandro Pollastri

De winstgevendheid van banken stond de afgelopen jaren onder druk door de aanhoudend lage rente. Eind 2021 kwam er een einde aan deze dalende trend, en sindsdien is de rente gestegen. Vooral sinds het uitbreken van de oorlog in Oekraïne steeg de rente snel, mede als gevolg van de fors gestegen inflatie en de verwachtingen van marktpartijen over de daaropvolgende beleidsreacties van centrale banken. In een dergelijke situatie is een rentestijging niet per definitie gunstig voor banken. De hoge inflatie en de aanbodproblemen die eraan ten grondslag liggen hebben een drukkend effect op de economische groei. Dit zet de inkomsten van banken onder druk. Daarnaast leidt een rentestijging niet onmiddellijk tot hogere rente-inkomsten voor banken, omdat bij veel leningen de rente voor langere tijd is vastgezet. In deze box brengen we de gevolgen van een rentestijging en een hoge inflatie voor de banken in kaart met behulp van een stresstest.¹¹ We kijken daarbij naar rente-inkomsten, kredietrisico en waarderingseffecten.

Scenario: hoge inflatie en een opwaartse renteschok
Het startpunt van de stresstest is een macro-economisch scenario waarin langdurige verstoringen van markten voor energie en grondstoffen zorgen voor een fors hogere inflatie en een rem zetten op de internationale economische activiteit. Dit stressscenario is gebaseerd op het alternatieve scenario uit de geactualiseerde raming voor de Nederlandse economie, die DNB publiceerde in maart 2022.¹² In dit scenario komt de inflatie in 2022 en 2023 uit op respectievelijk 9,5 en 3,4 procent. Aan dit stressscenario is vervolgens begin 2022 een opwaartse renteschok toegevoegd van 200 basispunten, en met behulp van macro-economische model Nigem zijn de economische gevolgen daarvan in de drie jaren daarna berekend. De rentestijging is grotendeels het gevolg van de veronderstelde monetaire verkrapping door centrale banken in reactie op de aanhoudend hoge inflatie. De hogere rente leidt tot een lagere bbp-groei (0,7 procentpunt over drie jaar), waardoor de werkloosheid 0,4 procentpunt hoger uitkomt.

Door de veronderstelde extra rentestijging in het stressscenario komt de kapitaalmarktrente eind 2024 uit op 2,8 procent, ruim 280 bps hoger dan eind 2021. Ter vergelijking: sinds ultimo 2021, het startpunt van de projectieperiode, is de 10-jaars swaprente al met meer dan 100 bps gestegen (figuur 3).

Effect op rente-inkomsten

De rentestijging leidt in het stressscenario op korte termijn tot lagere netto rente-inkomsten. Een hogere rente is in beginsel gunstig voor de winstgevendheid van banken. Een rentestijging vormt echter op korte termijn een risico als gevolg van het verschil in looptijd tussen activa en passiva. De activa van banken, zoals hypothecaire leningen, hebben doorgaans een langere looptijd dan de passiva, zoals deposito's en marktfinanciering. Hierdoor kunnen de rente-uitgaven van banken bij een rentestijging sneller toenemen dan de rente-inkomsten. Nederlandse banken hebben dit renterisico voor een belangrijk deel afgedekt met behulp van derivaten. Daarnaast is het uiteindelijke effect sterk afhankelijk van hoe lang banken kunnen

¹¹ De stresstest is uitgevoerd op basis van gegevens over de vier grootste Nederlandse banken (ING, Rabobank, ABN Amro en Volksbank). Samen maken zij 85 procent uit van de totale Nederlandse bankensector.

¹² In dit scenario zijn de ontwikkelingen tot 9 maart voor zover mogelijk meegenomen.

wachten met het verhogen van de depositorente. Dit is onzeker, en het is lastig te voorspellen hoe spaarders en bedrijven zullen reageren op verschillen in depositorentes tussen banken. Dit geldt des te meer voor de huidige, uitzonderlijke situatie waarin depositorentes veelal nul of zelfs negatief zijn. In de stresstest gaan we er van uit dat banken genoodzaakt zijn om hun depositorentes sneller te verhogen dan in eerdere periodes van stijgende rentes. Hierdoor dalen de netto rente-inkomsten van banken op korte termijn.

Effect op kredietrisico en -verliezen

De rentestijging heeft tot gevolg dat het kredietrisico van de leningenportefeuilles toeneemt. Voor een deel is dit een direct effect, doordat huishoudens en bedrijven te maken krijgen met hogere rentelasten. Daarnaast is er een indirect effect, doordat de rentestijging leidt tot lagere economische groei en hogere werkloosheid. Beide effecten vergroten het risico op wanbetaling (*probability of default*, PD). Ook de hoge energieprijzen kunnen leiden tot hogere wanbetalingen, zowel direct, doordat huishoudens en bedrijven minder geld overhouden voor het betalen van rente en aflossing op hun leningen, als indirect, doordat hogere energieprijzen de economische groei afremmen (zie [Woningmarkt](#)). In de analyse houden we expliciet rekening met het effect van een hogere

energierekening van huiseigenaren op de wanbetalingen op hypotheekleningen. Hieruit blijkt dat het directe effect aanzienlijk kleiner is dan het indirecte effect. Doordat bovendien de waarde van het onderpand minder sterk toeneemt, neemt ook het mogelijke verlies bij wanbetaling toe (*loss given default*, LGD). De hogere PD en LGD leiden tot een toename van kredietverliezen. Daarnaast zorgt de toename van het kredietrisico er ook voor dat de risicogewogen activa (RWA) van de banken toenemen. Omdat de hoeveelheid kapitaal die banken aanhouden wordt afgezet tegen de RWA, verslechtert hierdoor hun kapitaalratio.

Waarderingseffecten

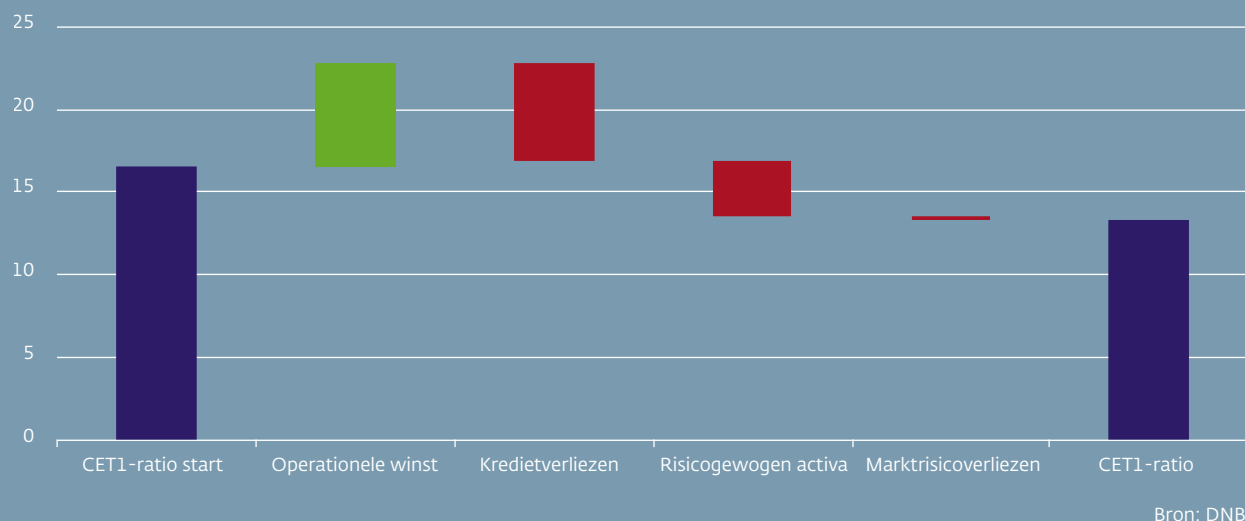
Een rentestijging heeft ook invloed op de waarde van financiële instrumenten op de balansen van banken, voor zover deze zijn gewaardeerd tegen de actuele marktwaarde. Dit geldt bijvoorbeeld voor staatsobligaties, die minder waard worden als de rente stijgt, maar ook voor derivaten. In totaal wordt bijna 20 procent van de bezittingen van de Nederlandse bankensector en 10 procent van de verplichtingen tegen de actuele marktwaarde gewaardeerd. We berekenen de waarderingseffecten op basis van de door banken gerapporteerde looptijd van de betreffende instrumenten, waarbij we rekening houden met derivaten op zowel activa als passiva.

Op basis hiervan concluderen we dat waarderingseffecten een klein risico vormen voor Nederlandse banken. Dit komt doordat maar een beperkt deel van de activa hierdoor wordt geraakt, en doordat de impact voor een belangrijk deel wordt gecompenseerd door het positieve waarderingseffect op passiva en op derivaten. Daarnaast neemt het waarderingseffect af over de tijd. De waarderingsschok is het meest uitgesproken direct na de renteschok en neemt daarna geleidelijk af, omdat de prijs van een vastrentend financieel instrument naarmate de tijd verstrijkt steeds dichterbij de nominale waarde komt. Het waardeverlies in het eerste jaar wordt dus voor een belangrijk deel goedgemaakt in de jaren daarna.

Effect op kapitaalratio's

De kapitaalpositie van banken neemt in het stressscenario af met 3,3 procentpunt. Voor de helft kan deze daling worden toegeschreven aan de renteschok; voor de andere helft wordt de daling veroorzaakt door de economische gevolgen van de sterk gestegen energie- en grondstofprijzen. De afname in de CET1-kapitaalratio is met name het gevolg van de toename van kredietverliezen. Ook de zwaardere risicoweging draagt substantieel bij aan de daling van de gemiddelde kapitaalratio. Het effect van de verliezen als gevolg van marktrisico's is beperkt.

Figuur 13 Impact op kapitaalpositie na 3 jaar
Procenten risicogewogen activa



De operationele winst draagt nog steeds bij aan de kapitaalpositie, maar minder dan in het basispad vanwege het negatieve effect van de rentestijging op de netto rente-inkomsten. Nederlandse banken lijken goed in staat om de impact van dit stressscenario op te vangen. Uiteindelijk daalt de gemiddelde CET1-

kapitaalratio van Nederlandse banken in het stressscenario van 16,6 procent naar 13,3 procent (figuur 13). Hiermee zouden banken nog steeds ruimte hebben om eventuele extra verliezen op te vangen, en blijven zij in staat om de kredietverlening op peil te houden.

Amsterdam Trade Bank (ATB) is door een verstoorde bedrijfsvoering als gevolg van de sancties failliet gegaan. Op 22 april 2022 heeft de Rechtbank Amsterdam het faillissement van ATB, op verzoek van de bank zelf, uitgesproken. ATB was een financieel gezonde bank, maar door de opgelegde sancties was de bedrijfsvoering van ATB ernstig verstoord geraakt. De klanten van ATB zijn tot 100.000 euro beschermd door de Nederlandse Depositieggarantie (zie [Box 4](#)).

Tot slot is het cyberrisico waaraan banken en andere financiële instellingen zijn blootgesteld toegenomen. Vanwege hun belangrijke rol in de economie en de mogelijkheid voor hackers om toegang te krijgen tot grote sommen geld, lopen financiële instellingen een relatief hoog risico op cyberaanvallen. De oorlog in Oekraïne en de toename in geopolitieke spanningen hebben de cyberdreiging verder verhoogd. Cyberaanvallen vormen een belangrijk wapen en kunnen door overheden ingezet worden om de economie en het financiële stelsel in andere landen te ontregelen. Ook financiële instellingen kunnen daarbij getroffen worden. Daarnaast kan de financiële sector indirect geraakt worden door aanvallen op derde partijen, zoals bijvoorbeeld ICT-dienstverleners. De trend naar uitbesteding van digitale processen maakt financiële instellingen kwetsbaarder voor verstoringen. DNB onderzoekt momenteel met behulp van een stresstest voor Nederlandse banken hoe een cyberincident zou kunnen leiden tot een systeemcrisis. De resultaten hiervan zullen binnenkort worden gepubliceerd.

Box 4 Faillissement Amsterdam Trade Bank leidt tot eerste uitkeringen onder vernieuwde Depositogarantie

Ivy Jeuken, Olav Scholten, Thijs Stegeman, Sven Stevenson

De Nederlandse bank ATB is failliet verklaard.

Een faillissement van een bank komt gelukkig niet vaak voor in Nederland. De laatste keer dat een Nederlandse bank failliet werd verklaard was DSB Bank in 2009. ATB was een financieel gezonde bank, mede door de substantiële reserves die de bank in overleg met DNB aanhield. Dat ATB toch failliet is verklaard, heeft zijn oorzaak in de directe en indirecte gevolgen van de sancties van met name de autoriteiten in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, die zijn opgelegd aan Russische personen en aan bedrijven met Russische aandeelhouders naar aanleiding van de invasie in Oekraïne. De door de Rechtbank Amsterdam benoemde curatoren zijn inmiddels bezig met het afwikkelen van de boedel van ATB.

Door de opgelegde sancties is de bedrijfsvoering van ATB ernstig verstoord geraakt. ATB kon er niet op vertrouwen dat zij toegang zou blijven houden tot essentiële (informatie)systemen waarvoor een softwarelicentie nodig is van met name Amerikaanse en Britse dienstverleners. Verschillende dienstverleners beëindigden hun diensten aan ATB of

dreigden dit op korte termijn te doen. Voor geen van deze dienstverleners zag ATB mogelijkheden om op korte termijn een gelijkwaardig alternatief te vinden. Daarnaast beëindigden, als gevolg van de onrust en onzekerheid die hieruit voortvloeiden, verschillende werknemers hun contract met ATB of dachten erover dit op korte termijn te doen. Hierdoor kwam de bedrijfsvoering verder onder druk te staan. Daarnaast weigerden meerdere Nederlandse systeembanken overschrijvingen afkomstig van ATB-spaarrekeningen. Hierdoor kon ATB slechts in zeer beperkte mate betalingen uitvoeren. ATB zag zich uiteindelijk gedwongen om faillissement aan te vragen.

Door de oplopende spanningen tussen Oekraïne en Rusland en de mogelijke consequenties hiervan is vanaf februari 2022 het toezicht van DNB op ATB geïntensiveerd. DNB heeft de bank meer en uitgebreider laten rapporteren over de operationele en financiële gevolgen van de sancties. Daarnaast zijn de nodige waarborgen aan ATB gevraagd om zeker te stellen dat ATB aantoonbaar kon blijven voldoen aan transactiemonitoring en bevrozing van tegoeden van en betalingen aan gesanctioneerde personen zoals

omschreven in de sanctieregelgeving. Gezien de hiervoor genoemde ernstige verstoring van de bedrijfsvoering was een faillissement desalniettemin uiteindelijk niet te voorkomen.

De klanten van ATB zijn voor hun spaargeld tot 100.000 euro beschermd door de Nederlandse Depositogarantie. Het geld op rekeningen bij Nederlandse banken is beschermd tot 100.000 euro per persoon per bank. De Nederlandse Depositogarantie is een vorm van consumentenbescherming en draagt daarmee bij aan financiële stabiliteit. Rekeninghouders hoeven zich - tot het maximale beschermingsniveau - immers geen zorgen te maken dat zij bij een bankfaillissement hun geld kwijtraken. Op deze manier verkleint depositogarantie de kans dat rekeninghouders massaal hun spaargeld willen opnemen. Bij ATB werd geld aangehouden door ongeveer 23.000 actieve rekeninghouders waarvan in totaal ongeveer EUR 700 miljoen door de Depositogarantie beschermd wordt. Opvallend is dat door grensoverschrijdende dienstverlening ATB bijna 6.000 klanten in Duitsland had op het moment van faillissement.

Het faillissement van ATB is de eerste uitkering onder het vernieuwde depositogarantiestelsel.

Na de financiële crisis van 2008-2009 zijn op nationaal en Europees niveau lessen getrokken over de optimale vormgeving van depositogarantie. Belangrijke veranderingen zijn de verkorting van de uitkeringstermijn en de verplichte opbouw van het Depositogarantiefonds. Door de korte uitkerings-termijn kon het merendeel van klanten van ATB binnen tien werkdagen weer over het geld beschikken, terwijl klanten in 2009 tot drie maanden moesten wachten op uitbetaling. Op 23 mei was circa 95 procent van het aantal deposito's en 80 procent van het aantal klanten uitbetaald. Bovendien is de uitkeringsprocedure voor de meeste klanten geautomatiseerd en via een webportaal beschikbaar, waardoor aanvraagformulieren in veel gevallen niet

nodig zijn. Dankzij de fondsopbouw staat het geld voor uitkeringen direct klaar en is de financiering van de depositogarantie door banken minder procyclisch. Het uitkeren aan rekeninghouders in het buitenland is gecompliceerder. Dit vormt een aandachtspunt, zeker omdat de Nederlandse bancaire sector sterk Europees georiënteerd is. Het merendeel van de Nederlandse banken is actief in andere Europese lidstaten via bijkantoren en/of grensoverschrijdende dienstverlening. Nieuwe uitkeringstechnieken kunnen helpen om ook voor deze groep buitenlandse klanten het proces verder te versnellen. Ontwikkelingen op het gebied van online identificatie, bijvoorbeeld het Europese eIDAS-initiatief, kunnen hierbij helpen en zijn belangrijk om ook in de toekomst een optimale consumentenbescherming via het DGS te waarborgen.

een verslechtering van de solvabiliteit. De uitkomsten van de EIOPA-stresstest, waarvan de resultaten eind 2021 zijn gepubliceerd, laten daarnaast zien dat Nederlandse verzekeraars weerbaar zijn voor het onderzochte scenario.¹³ Hoewel de impact van het EIOPA-scenario op Nederlandse verzekeraars voor zowel solvabiliteit als liquiditeit beperkt was, en lager dan het Europese gemiddelde, moet worden opgemerkt dat deze sterk gedempt wordt door de *Long Term Guarantee*-maatregelen. Door de toepassing van de *Ultimate Forward Rate* en de *Volatility Adjustment* geven de wettelijke solvabiliteit en de stresstestresultaten niet altijd een duidelijk beeld van de onderliggende kwetsbaarheden bij verzekeraars (zie ook [Beleid](#)).

De hogere inflatie en rente hebben ook gevolgen voor het bedrijfsmodel en de financiële positie van verzekeraars. Hoewel de impact per verzekeraar verschilt, kan een hogere rente op termijn positief zijn. De langdurig lage rente vormt al langere tijd de belangrijkste uitdaging voor verzekeraars. Veel verzekeraars hebben in het verleden langlopende garanties afgegeven en in een langdurig lage rente omgeving bestaat het risico dat verzekeraars deze garanties niet waar kunnen maken. Daarnaast is het voor verzekeraars bij een lage rente alleen met een

2.2 Verzekeraars

De solvabiliteit van verzekeraars is ruim boven de wettelijke vereisten, maar geeft niet altijd een volledig beeld van onderliggende kwetsbaarheden.

De gemiddelde solvabiliteitsratio bedraagt 199 procent voor levensverzekeraars en 180 voor schadeverzekeraars

en is niet materieel veranderd sinds de introductie van het *Solvency II*-raamwerk in 2016 (figuur 14). Hoewel de blootstellingen aan Russische activa beperkt zijn (zie [Box 2](#)), kunnen verzekeraars wel indirect geraakt worden door de oorlog in Oekraïne, bijvoorbeeld door verhoogde inflatierisico's of een daling van activa-prijzen. Deze risico's hebben echter nog niet geleid tot

¹³ Zie EIOPA (2001). Aan de stresstest namen 44 Europese verzekeraars deel, waaronder Aegon, Nationale Nederlanden en Achmea. Op nationaal niveau hebben ook ASR en Athora deelgenomen aan de stresstest. In het scenario was sprake van een verlaging van swaprentes, divergentie in overheidsrentes, toenemende creditspreads en een forse daling in de waarde van aandelen en vastgoed.

relatief hoge verzekeringspremie nog winstgevend om nieuwe levensverzekeringen te verkopen. Een hogere rente kan daarmee positief zijn voor het bedrijfsmodel. 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*). Met name het UFR-effect neemt af bij een hogere rente. Wanneer zich in korte tijd een grote rentestijging voordoet, kan dit wel voor liquiditeitsrisico's zorgen bij levensverzekeraars, door *margin calls* op hun rentederivaten. De toegenomen inflatie heeft eveneens gevolgen voor verzekeraars. Voor levensverzekeraars kan inflatie leiden tot hogere claims op pensioenproducten en verzekeringscontracten met inflatie indexatie. Voor verplichtingen in nominale termen geldt dit niet, hier ligt het risico bij de polishouder. Voor schadeverzekeraars kan inflatie leiden tot hogere claims dan eerder voorzien. Daarnaast leidt inflatie tot hogere kostenaannames. Beide vormen van inflatie kunnen resulteren in lagere solvabiliteitsratio's als ze niet gemitigeerd worden via premieverhogingen of andere maatregelen. Daarnaast kunnen (snel) oplopende rente en inflatie gevolgen hebben voor de activaportefeuilles van verzekeraars, als gevolg van een correctie in de marktwaardering. In de tweede helft van dit jaar zal DNB overigens een studie publiceren over de financiële positie en de rol van verzekeraars in de Nederlandse economie.

2.3 Pensioenfondsen

Het herstel in de dekkingsgraden van pensioenfondsen heeft doorgezet. De rentestijging is de belangrijkste factor in dit herstel. Doordat de looptijd van de verplichtingen van pensioenfondsen fors langer is dan van de beleggingen, speelt de rente een belangrijke rol in de ontwikkeling van de dekkingsgraad. Sinds eind maart 2020, vlak na de forse daling als gevolg van de coronacrisis, is de dekkingsgraad met 29 procentpunt gestegen (figuur 15, links). De beleidsdekkingsgraad lag eind maart op 111 procent. Ook het aantal pensioenfondsen met een dekkingsgraad onder 105 procent is verder gedaald (figuur 15, rechts).

Hoewel de hoge inflatie geen directe invloed heeft op de dekkingsgraden, komt een koopkrachtbestendig pensioen hierdoor onder druk. Gegeven het huidige kader, met een sturing op nominaal zekere aanspraken, heeft een hoge inflatie geen direct effect op de dekkingsgraden van pensioenfondsen. Een hoge inflatie leidt er echter wel toe dat de reële waarde van binnen pensioenfondsen opgebouwd vermogen wordt uitgehold. Ook kunnen inflatie- en renteontwikkelingen negatief uitwerken op de waarde van beleggingen van pensioenfondsen.

Pensioenfondsen kunnen op basis van de voorgenomen regelgeving eerder indexeren, maar dit is geen *free lunch* en vraagt van elk pensioenfonds een zorgvuldige afweging.

De overgang naar het nieuwe pensioenstelsel vraagt de komende tijd alle aandacht van de pensioensector. Met de uitwerking van het pensioenakkoord wordt een belangrijke stap gezet naar een toekomstbestendiger pensioenstelsel, met minder spanningen tussen generaties en een betere aansluiting op de veranderde arbeidsmarkt. Bovendien blijven de sterke punten van het huidige stelsel zoals verplichtstelling, collectieve uitvoering en een collectief beleggingsbeleid behouden. Eind maart is de uitwerking van het pensioenakkoord in de Wet toekomst pensioenen (Wtp) door de minister aangeboden aan de Tweede Kamer voor behandeling. Afhankelijk van de wetsbehandeling in de Tweede en Eerste Kamer geldt de nieuwe wetgeving naar verwachting vanaf 1 januari 2023. De sociale partners en pensioenuitvoerders krijgen dan vier jaar de tijd om pensioenregelingen aan te passen aan de nieuwe wetgeving, dus tot 1 januari 2027.

Gezien de voordelen van het nieuwe stelsel is het van belang de ingezette hervorming door te zetten, ook nu indexaties weer in beeld komen. Door stijgende dekkingsgraden raken verlagingen van pensioen-aanspraken uit beeld en komt pensioenindexatie weer meer in zicht. Desondanks blijft de transitie naar het nieuwe stelsel van onverminderd belang, omdat de stijgende rente en dekkingsgraden geen oplossing bieden voor de structurele problemen in het huidige stelsel. Pensioenfondsen wordt in aanloop naar de overgang naar het nieuwe stelsel de mogelijkheid geboden om eerder te indexeren. Omdat eerder indexeren gepaard gaat met herverdeling tussen deelnemers en doorwerkt in de beschikbare middelen binnen het fonds om de transitie evenwichtig vorm te geven, is het belangrijk dat deze generatie-effecten in kaart worden gebracht en in de transitie en eventuele indexatie worden meegewogen.

2.4 Niet-bancaire financiële intermediatie

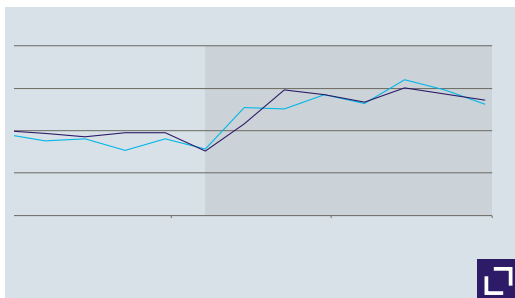
Grootschalige, gedwongen verkopen door fondsen kunnen leiden tot marktonrust en opdrogende liquiditeit. In het voorjaar van 2020 sloeg het markt-sentiment om door de uitbraak van de coronapandemie, met als gevolg een sterke behoefte aan liquide middelen. Sommige beleggingsfondsen zagen zich genoodzaakt hun posities versneld te liquideren tegen snel dalende prijzen (*fire sales*), om aan hun verplichtingen te kunnen voldoen en liquiditeitsbuffers te herstellen. De uitstroom werd versterkt door de inherente kwetsbaarheden in de structuur van bepaalde fondsen. Om het marktfunctioneren te herstellen was ingrijpen van centrale banken noodzakelijk. De beleidsreactie naar aanleiding van deze onrust, zowel mondiaal als Europees, is nog niet afgerond en de structurele kwetsbaarheden in niet-bancaire financiële intermediatie zijn nog onvoldoende aangepakt (zie ook [OFS Voorjaar 2021](#)). Volledige liquidatie van fondsen kan daarbij voor onnodige stress op markten zorgen.

Liquiditeitsproblemen als gevolg van verhoogde margeverplichtingen in energie- en grondstofmarkten zijn vooralsnog beheersbaar gebleken, maar er is nog steeds sprake van beperkte liquiditeit.

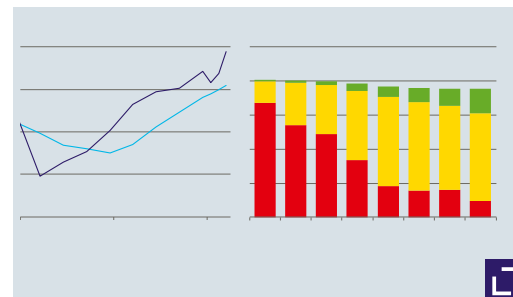
Door sterk stijgende energie- en grondstofprijzen, zoals nikkel, veranderde de waarde van derivatencontracten snel. Hierdoor was sprake van verhoogde margeverplichtingen bij verschillende handelaren. Een internationale werkgroep heeft in 2021 haar bevindingen over de werking van margeverplichtingen ter consultatie aangeboden, met nadruk op voorspelbaarheid, transparantie, volatiliteit en liquiditeitsmanagement.¹⁴ De recente marktstress biedt een kans om deze bevindingen en de geïdentificeerde follow-up verder te versterken. Daarnaast heeft de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) een onderzoek aangekondigd naar concentratierisico in de energie- en grondstofmarkten en het tegengaan van een procyclische werking van margemodellen.

¹⁴ BCBS, CPMI en IOSCO (2021), Review of margining practices.

Figuren



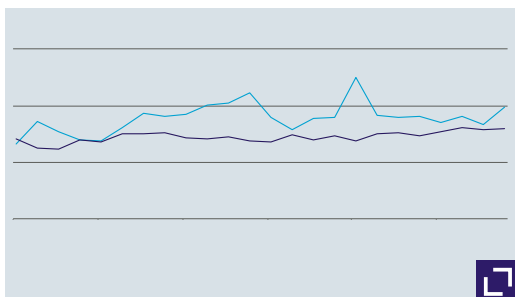
Kapitaal- en liquiditeitspositie
Nederlandse banken op peil
[Bekijk figuur 12 →](#)



Herstel in dekkingsgraden
zet door
[Bekijk figuur 15 →](#)



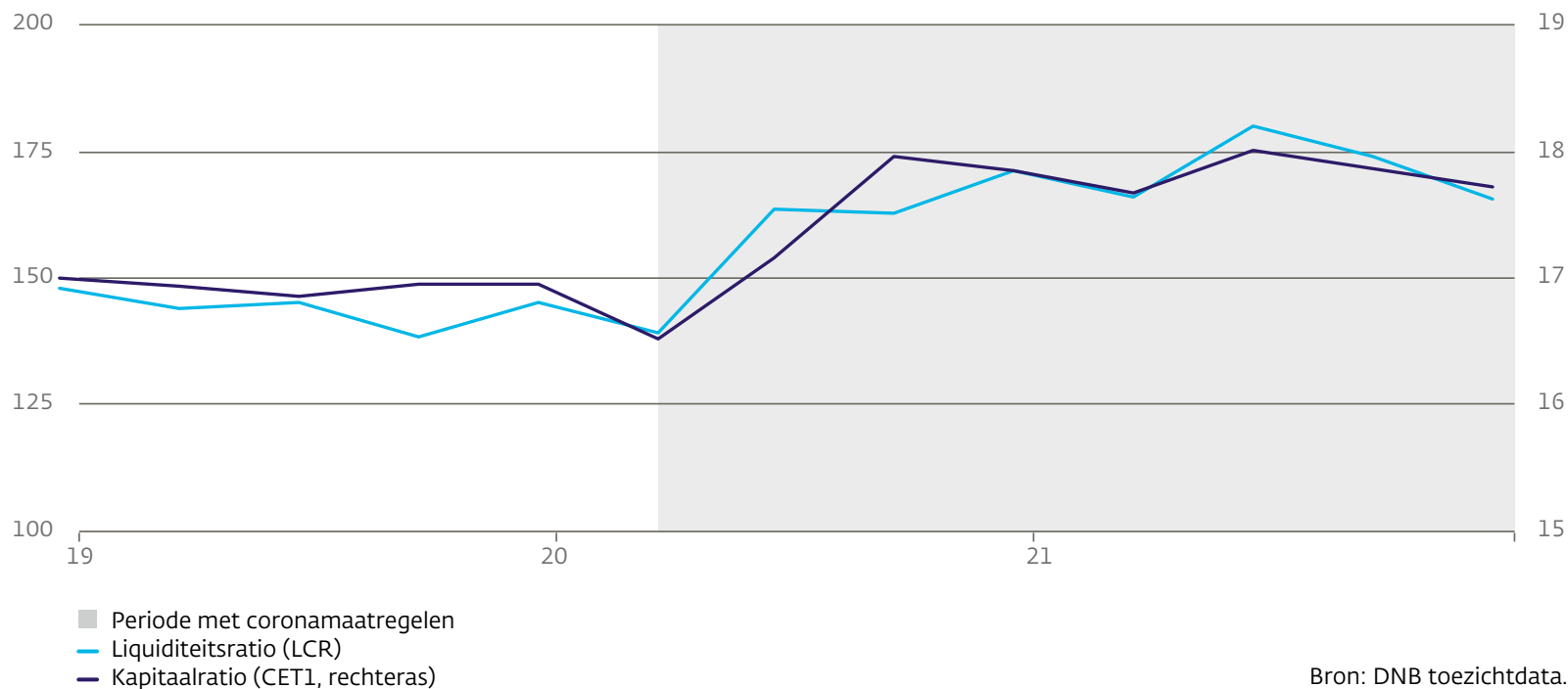
Impact op kapitaalpositie na 3 jaar
[Bekijk figuur 13 →](#)



Solvabiliteit verzekeraars stabiel
[Bekijk figuur 14 →](#)

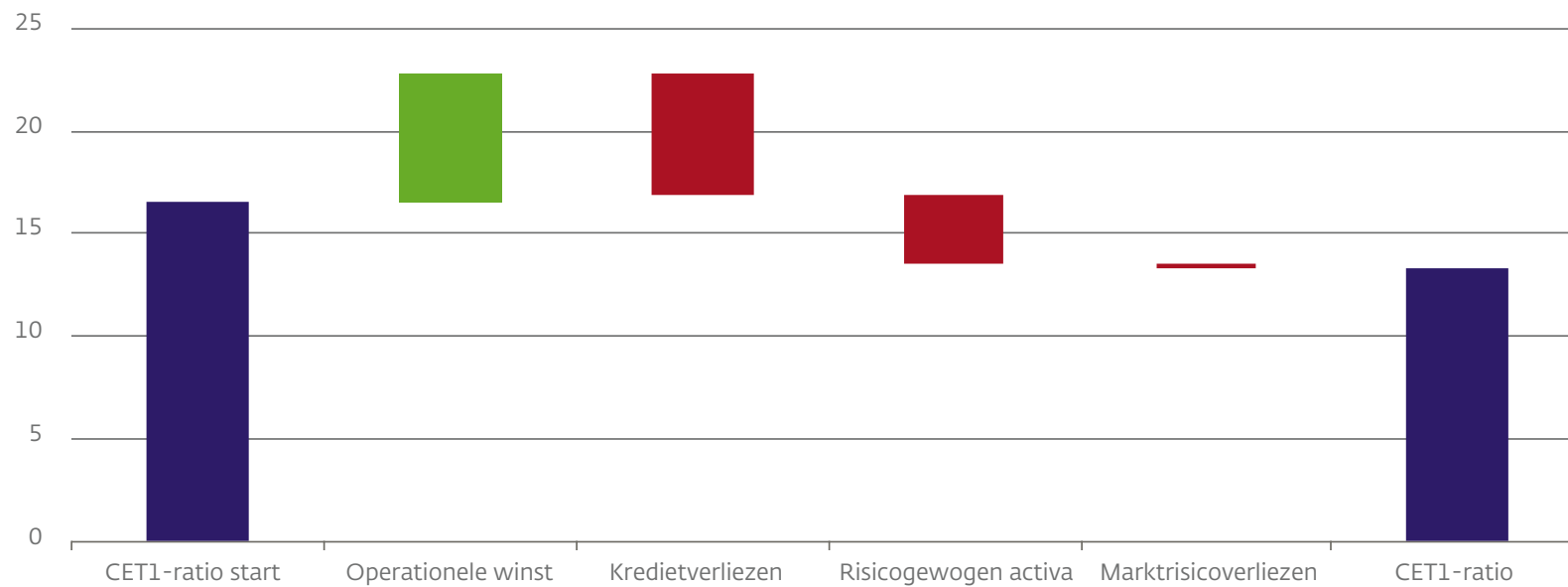
Figuur 12 Kapitaal- en liquiditeitspositie Nederlandse banken op peil

Procenten



Figuur 13 Impact op kapitaalpositie na 3 jaar

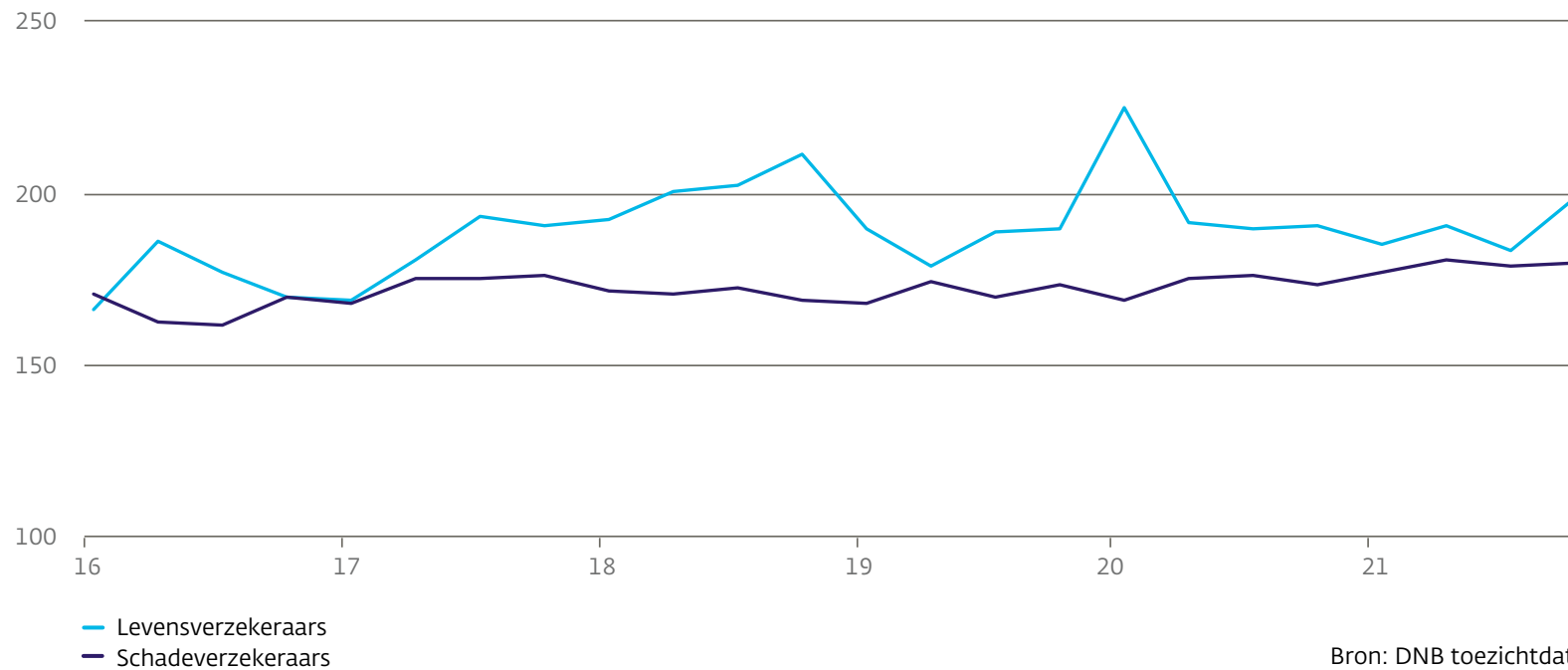
Procenten risicogewogen activa



Bron: DNB.

Figuur 14 Solvabiliteit verzekeraars stabiel

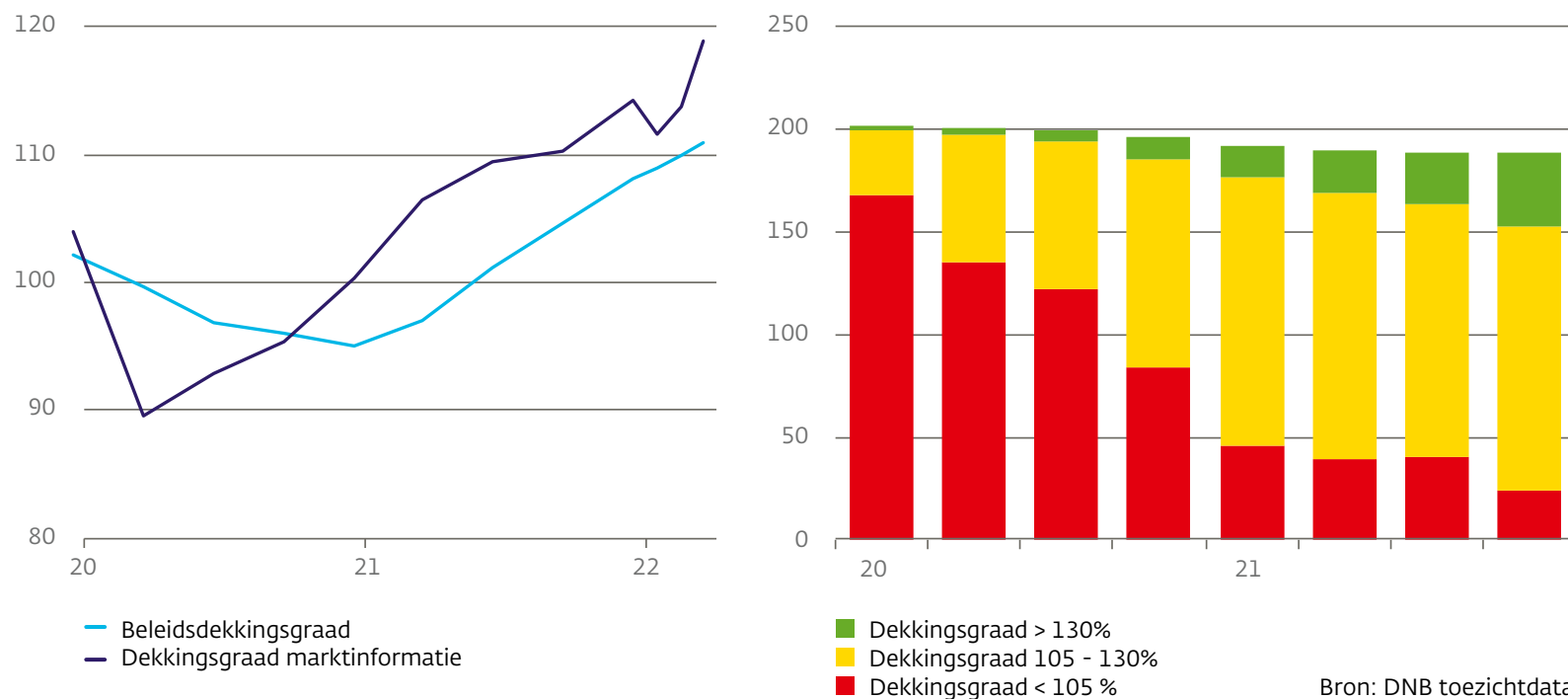
Procenten



Bron: DNB toezichtdata.

Figuur 15 Herstel in dekkingsgraden zet door

Procenten; aantal fondsen



3 Beleid

3.1 Contracyclische kapitaalbuffer

DNB heeft op 25 februari een nieuw analytisch raamwerk voor het bepalen van de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) voor banken vastgesteld.¹⁵

Het raamwerk monitort een scala aan indicatoren met betrekking tot de macro-economische omgeving, de staat van de financiële en niet-financiële sectoren en de financiële markten. Aan de hand van deze indicatoren en *expert judgement* wordt een algemeen risicobeeld gevormd. Op basis hiervan stelt DNB het bufferpercentage van de CCyB vast. Het uitgangspunt is een 2 procent CCyB in een standaard risico-omgeving (i.e. een situatie waarbij cyclische systeemrisico's noch bijzonder hoog noch bijzonder laag zijn). Hiermee beoogt DNB meer recht te doen aan de onzekerheid die inherent is aan het meten van cyclische systeemrisico's. Daarnaast zorgt het ervoor dat banken, ondanks dat data vaak vertraagd binnenkomt en het normaliter één jaar duurt voordat de buffer wordt opgebouwd, tijdig beschikken over kapitaal dat kan worden losgelaten.

Het huidige risicobeeld vormt een duidelijke aanleiding om te beginnen met het opbouwen van de CCyB, al gaat dit risicobeeld gepaard met onzekerheid als gevolg van de oorlog in Oekraïne. In de herstelfase, zoals gedefinieerd in het raamwerk, wordt de schade aan bankbalansen en de economie na een schok steeds duidelijker en start daarna het economische herstel. Het huidige risicobeeld is dit punt reeds grotendeels gepasseerd: de economie heeft zich sterk hersteld na corona, en ondanks de effecten van de oorlog in Oekraïne wordt voor Nederland nog steeds een positieve groei in 2022 en 2023 verwacht. Hoewel het consumentenvertrouwen recent daalt (mede door de hoge inflatie en de oorlog), blijven het lopende rekeningoverschot en het producentenvertrouwen op peil. Daarnaast blijven de financiële positie en winstgevendheid van banken robuust. Deze ontwikkelingen – samen met de afnemende onzekerheid rondom de coronacrisis – passen bij een standaard risico-omgeving. Bovendien bevinden cyclische risico's zich vooralsnog op een 'normaal' tot verhoogd niveau. Hoewel de oorlog in Oekraïne onzekerheid met zich meebrengt, is er geen fundamentele kentering van de cyclus zichtbaar.

Tot slot kan een tijdige opbouw van buffers juist ook het hoofd bieden aan deze onzekerheid.

Tegen deze achtergrond verhoogt DNB de CCyB naar 1 procent als eerste stap. Onder voorbehoud dat het risicobeeld niet fors verslechtert, zal de buffer dan per 25 mei 2023 van kracht worden. Toen DNB in maart 2020 de systeemrisicobuffers voor ABN AMRO, Rabobank en ING verlaagde, kondigde zij tevens de intentie aan om de buffers te herstellen door een geleidelijke verhoging van de CCyB naar een niveau van 2 procent. Deze CCyB zou ingaan wanneer de gevolgen van de uitbraak van het coronavirus voor de bankensector voldoende achter ons liggen en zou de kapitaaleisen van de drie grootbanken weer terug brengen naar het toen geldende niveau. Banken zijn goed in staat om een hogere CCyB te dragen. Dit komt omdat ze doorgaans ruime managementbuffers hebben en omdat DNB de CCyB ziet in samenhang met overige kapitaaleisen.¹⁶ De buffer wordt ingefaseerd over een periode van één jaar, waarna deze per 25 mei 2023 bindend wordt. Daarbij benadrukt DNB dat ze bereid is om de buffer, conform het CCyB-raamwerk, ook tijdens

¹⁵ Zie DNB (2022). Analytisch raamwerk voor het bepalen van de contracyclische kapitaalbuffer in Nederland.

¹⁶ DNB houdt bijvoorbeeld bij het vaststellen van de P2G voor minder significante instellingen rekening met mogelijke overlap. Vergelijkbaar zal DNB bezien in hoeverre de invoering van de CCyB een aanpassing in de O-SII buffer behoeft voor significante instellingen die tijdens de uitzonderlijke marktomstandigheden in maart 2020 geen extra ruimte kregen om de kredietverlening in stand te houden middels verlaging van de systeemrisicobuffer.

de infaseerperiode los te laten wanneer het risicobeeld als gevolg van de oorlog fors verslechtert.

De CCyB bevordert de weerbaarheid van de banken-sector, doordat de hoeveelheid 'vaststaand' en 'vrij te geven' bufferkapitaal meer in balans is.

De hoeveelheid 'vrij te geven' kapitaal krijgt een grotere rol binnen het totaal aan bufferkapitaal, zonder dat kapitaaleisen significant toenemen. De hogere hoeveelheid aan vrij te geven kapitaal stelt DNB beter in staat om tijdens een crisis extra ruimte te bieden aan banken om verliezen op te vangen en om hun cruciale functie in het financiële systeem te blijven vervullen. Het belang van buffers, en van de mogelijkheid om deze deels vrij te kunnen geven, is gedurende de coronapandemie duidelijk gebleken. Dit ondersteunt vervolgens de economie en kan de impact of duur van schokken dempen. Daarom heeft DNB zich bij de herziening van het macroprudentiële raamwerk door de Europese Commissie positief uitgesproken over de rol van vrij te geven kapitaal in dit raamwerk.

3.2 Herziening van het (macro)prudentiële raamwerk

Banken

De Europese Commissie (EC) evalueert momenteel het macroprudentiële raamwerk. De EC toetst iedere

vijf jaar of het macroprudentiële raamwerk voldoende is uitgerust om systeemrisico's te ondervangen. Specifiek vraagt de EC de Europese Centrale Bank, Europese Bankenautoriteit en het Europese Comité voor Systeemrisico's om advies op vier terreinen: i) het ontwerp van het buffer-raamwerk, ii) ontbrekende of overbodige instrumenten, iii) interne markt overwegingen en iv) mondiale en opkomende risico's. DNB heeft als nationale macroprudentiële autoriteit de EC van een uitgebreide reactie voorzien en verwelkomt de lopende herziening. Het is belangrijk dat het macroprudentiële instrumentarium toereikend is om bestaande en nieuwe risico's te adresseren, en de herziening biedt ook een uitgelezen kans om de lessen uit de coronacrisis te verwerken in het Europese kader. De EC zal (indien opportuun) voor 31 december 2022 concrete wetsvoorstellen insturen naar het Europese Parlement en de Europese Raad ter versterking van het macroprudentiële raamwerk.

De huidige macroprudentiële gereedschapskist voor banken is in staat om systeemrisico's (gedeeltelijk) af te dekken, maar het raamwerk kan verder worden verfijnd. Zo zijn veel instrumenten gericht op het creëren van weerbaarheid tegen bestaande systeemrisico's, maar zijn er minder instrumenten om de opbouw van risico's tegen te gaan. Daarnaast heeft DNB in haar consultatiereactie gepleit voor een meer

geharmoniseerd gebruik van buffers in Europa. Het toepasselijke kader zou op het gebied van buffervaststelling verder kunnen worden uitgewerkt en verduidelijkt. Ook heeft DNB gepleit voor een raamwerk dat voldoende flexibel is en dat er onderzocht moet worden hoe 'niet-traditionele' risico's, zoals de effecten van cybercriminaliteit en klimaatverandering, ondervangen kunnen worden met de huidige macroprudentiële gereedschapskist of dat er nieuwe instrumenten nodig zijn. Tenslotte is DNB, in overeenstemming met haar eigen beleid, ook op Europees niveau voorstander van een actiever gebruik van de CCyB. Hoewel het toepasselijk kader een proactief gebruik van de CCyB mogelijk maakt, kan dit verder geëxpliciteerd en aangemoedigd worden.

Verzekeraars

In de momenteel lopende herziening van Solvency II kunnen verbeteringen in het wettelijk raamwerk voor verzekeraars worden gerealiseerd. EIOPA heeft eind 2020 een advies gepubliceerd met voorstellen om Solvency II aan te passen, in het najaar van 2021 gevolgd door een voorstel van de Europese Commissie. Momenteel vinden de onderhandelingen over dit voorstel plaats. Ten opzichte van het EIOPA-advies, zijn de huidige voorstellen op onderdelen verwaterd. DNB hecht eraan om op cruciale onderdelen tot verbeteringen in het raamwerk te komen, zonder een

materiële verandering in de solvabiliteitseisen; in de voorstellen van de Europese Commissie zouden de solvabiliteitseisen namelijk per saldo dalen. Allereerst is het belangrijk om in de review te komen tot een aanpassing in de rentecurve om verplichtingen te waarderen. DNB steunt de door de Commissie voorgestelde nieuwe extrapolatiemethode voor de waardering van verplichtingen, omdat deze leidt tot meer stabiliteit in de solvabiliteit van verzekeraars en een betere reflectie van markttrentes geeft. Daarnaast is het belangrijk om *overshooting* effecten van *Volatility Adjustment* te adresseren.¹⁷ Tot slot vindt DNB het belangrijk om macroprudentiële elementen in het raamwerk op te nemen, zodat autoriteiten over de nodige instrumenten beschikken om systeemrisico's in de verzekeringssector te beperken.

Niet-bancaire financiële intermediatie (NBFI)
DNB steunt de internationale beleidsagenda om kwetsbaarheden in niet-bancaire partijen aan te pakken. Deze werkzaamheden worden mondiaal gecoördineerd door de *Financial Stability Board*. In 2022 zal de FSB zich onder meer inzetten voor een versterking van het systeemrisicoperspectief op NBFI. Dit bestaat enerzijds uit een beter begrip van deze systeemrisico's door onder meer verbeterde monitoring en surveillance

en anderzijds door bevindingen van verschillende werkstromen (zoals op *money market funds*, *open-ended funds* en *margining*) bij elkaar te brengen.¹⁸ Binnen Europa lopen verschillende relevante beleidstrajecten die de niet-bancaire sector weerbaarder kunnen maken voor schokken, zoals de herziening van de *Alternative Investment Funds Directive* (AIFMD), *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* (UCITS) en de *Money Markets Funds Regulation* (MMFR).

Verdere regulering van crypto-activa is nodig en vanwege het inherent grensoverschrijdende karakter is een internationaal gecoördineerde aanpak van belang. Crypto-activa zijn, door de manier waarop ze zijn ontworpen, 24/7 mondiaal toegankelijk zonder dat men daarbij gebruik hoeft te maken van een centrale dienstverlener. Veel munten werken bovendien op basis van pseudo-anonimiteit. Deze karaktereigenschappen van crypto bieden voordelen voor consumenten en investeerders, maar betekenen ook dat crypto's zich goed lenen voor illegale doeleinden. Incidenten als grootschalige witwasschandalen of fraudegevallen zouden het vertrouwen in crypto-activa kunnen ondermijnen. DNB is van mening dat consumenten en investeerders op dit moment onvoldoende worden beschermd op

crypto-markten. Adequate regulering is noodzakelijk om ervoor te zorgen dat de financiële stabiliteit gewaarborgd blijft en om er verzekerd van te zijn dat het digitale betalingsverkeer robuust en betrouwbaar opereert. Op Europees niveau wordt op dit moment de *Markets in Crypto-Assets Regulation* (MiCAR) wetgeving gefinaliseerd. MiCAR biedt een geharmoniseerd Europees regelgevend kader voor de uitgifte van crypto-activa en crypto-activadiensten. Het karakter van deze munten betekent echter ook dat we internationaal verder zullen moeten samenwerken om crypto-gerelateerde risico's te kunnen adresseren. DNB draagt daarom bijvoorbeeld bij aan het werk van de *Financial Stability Board* om de risico's van crypto-activa verder in kaart te brengen en een internationaal consistent raamwerk voor regelgeving en standaarden te borgen.

3.3 Woningmarkt en aflossingsvrije hypotheek

De problemen op de woningmarkt zijn complex en er bestaan geen alomvattende oplossingen op de korte termijn. In elk geval is meer bouwen belangrijk, want elk gebouwd huis vergroot de toegankelijkheid. De regering toont ambitie met haar plannen aan de aanbodkant en door te streven naar de bouw van

¹⁷ Overshooting effecten van de Volatility Adjustment (VA) treden op als de verliezen in de marktwaarde van vastrentende waarden, als gevolg van een toename in credit spreads, (meer dan) volledig worden gecompenseerd door de dempende werking van de VA.

¹⁸ Zie FSB (2022). FSB Work Programme for 2022.

100.000 extra woningen per jaar. De beschikbaarheid van bouwmaterialen en arbeidskrachten alsmede de stikstofproblematiek zijn daarbij echter knelpunten voor het realiseren van deze plannen.

De vraagkant behoeft aandacht. Het is positief dat de regering de verruimde schenkingsvrijstelling voor de eigen woning gaat afschaffen. Daarnaast dient de fiscale behandeling van huur en koop geleidelijk recht getrokken te worden (DNB, 2021). Fiscale subsidies werken immers marktverstoring en prijsopdrijvend. Verder dient beleid dat de bestedingsruimte verder oprekt – zoals startersleningen en het minder laten meetellen van studieleningen – vermeden te worden. Dit drijft huizenprijzen alleen maar verder op.

DNB blijft inzetten op beperking van de risico's van aflossingsvrije hypotheek, waarbij de omvang van de uitstaande aflossingsvrije schuld weer daalt. Momenteel hebben kredietverstrekkers beperkt tot geen zicht op de financiële situatie van hun klanten nadat een aflossingsvrije hypotheek is afgesloten. DNB is voorstander van een informatieverplichting gedurende de looptijd voor nieuwe aflossingsvrije hypotheek. Voor bestaande hypotheek verwacht DNB van de kredietverstrekkers dat ze zich inspannen om extra informatie te verkrijgen over hun klanten.

¹⁹ Zie DNB (2021). Overzicht Financiële Stabiliteit, Najaar 2021.

DNB zal er in haar microprudentiële toezicht op toezien dat financiële instellingen de risico's die aan de hand van de extra informatie aan het licht komen beheersen en waar nodig mitigeren. Volgens de Gedragscode Hypothecaire Financieringen, mag het aandeel van een aflossingsvrije lening maximaal 50 procent van de woningwaarde omvatten. Op deze regel is een aantal uitzonderingen van toepassing, waaronder bij het oversluiten van een hypotheek als het huishouden in de woning blijft wonen en als de financiering substantieel lager ligt dan het maximale financieringslastpercentage. DNB is voorstander van het afschaffen van deze twee uitzonderingen. Met deze maatregelen is de verwachting dat de totale omvang van aflossingsvrije hypotheek weer geleidelijk zal dalen. Daarbij wordt door de stijgende hypotheekrente de prikkel van de hypotheekrenteaftrek om voor een aflossende hypotheekvorm te kiezen sterker. De komende jaren zal DNB de beoogde afbouw monitoren en de effectiviteit van de voorgenomen maatregelen evalueren.

3.4 Monetair beleid

De huidige onzekerheden vragen om een duidelijke koers van het monetair beleid. De ontwikkelingen ten aanzien van de inflatie en inflatieverwachtingen zullen

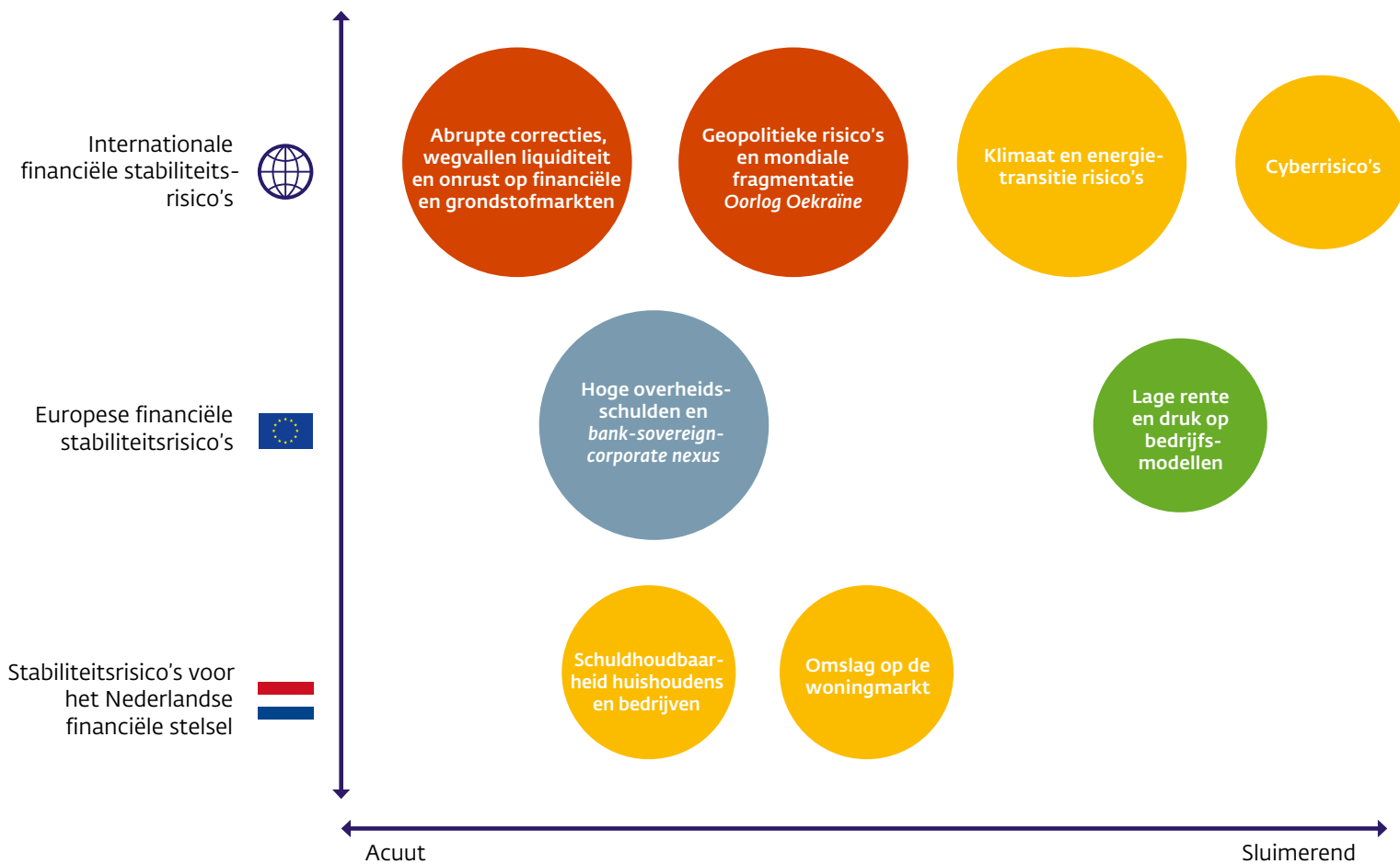
de verdere timing en vormgeving van het monetair beleid bepalen. Daarbij zal de ECB – in overeenstemming met de strategische herziening van haar strategie – ook rekening houden met de impact op financiële stabiliteit. Een situatie waarbij de normalisatie van het monetair beleid onnodig lang wordt uitgesteld, kan tot risico's voor financiële stabiliteit leiden. Het is onvermijdelijk en wenselijk dat de economie en het financiële systeem zich aanpassen, na een lange periode van ruime financiële condities en een zoektocht naar rendement.¹⁹ Het is tegelijkertijd belangrijk dat deze normalisatie voorspelbaar verloopt, omdat een plotse verkrapping van financiële condities ook een negatieve impact op de financiële stabiliteit kan hebben.

Het financieel systeem moet ook in staat worden geacht om een geleidelijke normalisatie van financiële condities op te kunnen vangen. Financiële markten hebben afgelopen maanden laten zien de oplopende marktrentes goed te kunnen verwerken als sprake is van duidelijke communicatie en ze kunnen anticiperen. Verschillende andere centrale banken hebben al meerdere rentestappen gezet. Het financieel systeem is bovendien meer solide na de hervormingen sinds de kredietcrisis.

De kwetsbaarheid van het financieel systeem kan ook verminderd worden door een goede aansluiting van maatregelen op andere beleidsterreinen.

Voor een stabiele macro-economische ontwikkeling is ook de interactie met budgettair beleid van groot belang. Door de oorlog in Oekraïne zijn de budgettaire uitgaven in veel landen toegenomen. Vanuit conjunctureel perspectief heeft een herprioritering echter de voorkeur boven extra uitgaven. Budgettaire stimulering wakkert immers de inflatie-effecten verder aan en versterkt ook de schuldenproblemen in Europa. Verder moeten lidstaten zich blijven richten op structurele maatregelen die het groeipotentieel versterken en onderliggende kwetsbaarheden aanpakken. Tot slot moeten toezichthouders erop blijven toezien dat het financieel systeem voorbereid is op onverwachte schokken en voldoende buffers hebben. De eerder benoemde (macro)prudentiële beleidsagenda sluit daarop aan.

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 mei 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.

© 2022 De Nederlandsche Bank N.V.

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

Hoofdauteurs: Menno van der Ven en Ralph Verhoeks

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM