

Commercieel vastgoed en financiële stabiliteit

Marc Roovers (DNB)

Divisiel directeur Financiële Stabiliteit

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

Inhoudsopgave

Vastgoedlezing Marc Roovers ASRE, 5 november 2025	3
1 Rol en taken van DNB	6
2 Recente macro-economische ontwikkelingen en vooruitzichten	8
3 Vastgoed en FS: Belang, transmissie, en beleid	11
4 Vastgoed en FS: financiële instellingen	16
5 Structurele en cyclische risico's	19
Conclusie	24

Vastgoedlezing Marc Roovers ASRE, 5 november 2025

Goedemiddag allemaal,

Van harte welkom bij De Nederlandsche Bank, in ons prachtige gerenoveerde gebouw in hartje Amsterdam.

Het is mij een voorrecht vandaag u allen te ontvangen voor de traditionele Vastgoedlezing van de ASRE.

We zijn trots op deze plek – niet alleen vanwege de architectuur, maar vooral om wat dit gebouw symboliseert: een open broedplaats voor ideeën, samenwerking en toekomstgericht beleid.

Renovatie met het oog op transparantie en duurzaamheid

Het gebouw telt:

- 67.000 m² totale oppervlakte, waarvan 4.800 m² in De Nieuwe Schatkamer;
- 16 verdiepingen boven en 3 verdiepingen onder het maaiveld;
- 1380 zonnepanelen verspreid over verschillende daken van het gebouw;
- 4.270 m² groen toegevoegd in en op het gebouw. Aanvullend is 800 m² extra groen aangebracht rondom het gebouw;
- 14.100 planten;
- 46 bomen en heesters;
- 1.150 bollen;
- 64 nestkasten voor vleermuizen, 16 per gevelzijde;
- 2 insectenhotels en 1 gekapte boom in stadstuin die ook fungeert als insectenhotel;
- 70.000 ton bouw materiaal is bespaard door te kiezen voor renovatie in plaats van nieuwbouw; de milieu-impact is hierdoor 50% lager.

Van fort tot openbare ruimte

Courtyard garden for DNB staff and guests with 350 m² of greenery including a herb garden for staff with a green thumb.

1.350 solar panels have been placed on the flat roofs.

The double-storey elevation of the old cash hall with its impressive columns has been restored to create a **transparent working environment**.

Open to the public. The main entrance has been moved to Frederiksplein.

'De Nieuwe Schatkamer' has been created in and around the former vault: a knowledge hub and experience centre open to all. For financial education, seminars, debates, lectures and to discover the money and art collections.

Technical installations have been moved from the 15th and 16th floors to the basement, creating **more usable space**.

Box-type windows in combination with thermal storage reduce energy consumption.

The embankment on the Singelgracht canal has been **lowered to water level** and is accessible to all. Concrete removed during renovation was used to construct the embankment, injecting it with CO₂ resulted in **carbon-neutral concrete**.

Where the round tower once stood, a **publicly accessible city garden** has been created. 1.400 m² of native and non-native plants have been added.

Roof garden with 225 m² of greenery.

DeNederlandscheBank

RUNDSTUUR

Laat ik deze presentatie dan ook beginnen met een paar woorden over de plek waar u zich nu bevindt.

Zoals jullie hopelijk hebben kunnen ervaren bij binnenkomst, en zoals ook toegelicht zojuist door Maaïke, is deze renovatie uitgevoerd met oog voor openheid, transparantie en duurzaamheid.

Hoe anders was dat toen ik vele jaren geleden begon bij DNB.

Het personeel kwam binnen via het Oosteinde, door een donkere binnenplaats met veiligheids-sluizen en een benauwd entree direct op de liften. Bezoekers meldden zich tussen paaltjes en rotsblokken aan het Westeinde om vervolgens langs de veiligheids-checks en een binnen- alias parkeerplaats bij de receptie te eindigen.

De uitstraling van DNB was die van een onneembare vesting, waar medewerkers zich achter de muren verschansten.

Daarmee belichaamde het gebouw de misperceptie van een klassieke ivoren toren, omgeven door geslotenheid en geheimzinnigheid.

Nu zijn de taken van DNB divers en zijn beleid en data inderdaad vaak van vertrouwelijke aard. Maar er is één cruciale gemene deler in ons mandaat en dat is vertrouwen.

We storten geld bij een bank omdat we erop vertrouwen dat ze ons op elk gewenst moment terugbetalen.

We nemen consumptiebeslissingen omdat we erop vertrouwen dat de prijzen stabiel zijn.

We kopen online omdat we erop vertrouwen dat het betalingssysteem veilig is.

Dat vertrouwen is kostbaar en hangt op verbinding en dialoog met de samenleving.

Daarom is het zo belangrijk dat we open en toegankelijk zijn en zichtbaar bijdragen aan duurzame welvaart.

En daarom is dit gebouw als tastbaar symbool daarvan ook zo van belang.

Ik ben ervan overtuigd dat transparantie en duurzaamheid ook belangrijke drijfveren zijn in de vastgoedsector.

Transparantie verbetert de kwaliteit en betrouwbaarheid van vastgoedtaxaties, maakt prijsvorming in stressvolle tijden minder onzeker en stimuleert uiteindelijk investeringen in het land en in de sector.

Duurzame gebouwen kunnen een grotere vraag aantrekken, zowel van investeerders – die bijvoorbeeld het risico van gestrande activa willen vermijden – als van huurders – die gevoelig zijn voor energielasten, vooral in tijden van hoge en volatiele energieprijzen zoals na de Russische inval in Oekraïne.

We zijn erg trots op dit vernieuwde gebouw, niet in de laatste plaats omdat we binnen budget zijn gebleven, en dat in de lastige periode van de pandemie en sterke stijging in bouwkosten en inflatie.

Vanmiddag zal ik eerst kort ingaan op de rol en taken van DNB als ook de recente macro-economische ontwikkelingen en vooruitzichten vanuit dat perspectief.

Vervolgens bespreek ik waarom commercieel vastgoed relevant is voor de financiële stabiliteit en wat wij als DNB kunnen doen om financiële stabiliteit te behouden.

Tot slot zal ik wat vertellen over de rol van financiële instellingen in vastgoedfinanciering en laat ik zien hoe de vastgoed- en financiële sector de recente structurele en conjuncturele uitdagingen hebben doorstaan.

Agenda

1. Introductie – rol en taken van DNB als centrale bank
2. Recente macro-economische ontwikkelingen en vooruitzichten
3. Commercieel vastgoed en financiële stabiliteit – Belang, transmissie, en beleid
4. Rol en weerbaarheid van financiële instellingen
5. Structurele en cyclische risico's
6. Conclusies

1 Rol en taken van DNB

Zoals u op deze slide kunt zien, zijn wij van vele markten thuis.

Maar uiteindelijk draait het bij De Nederlandsche Bank om één missie: we zetten ons in voor financiële stabiliteit en dragen bij aan duurzame welvaart.

Dat is geen loze kreet – het is onze dagelijkse inzet, die rechtstreeks voortkomt uit ons wettelijke mandaat.

We zorgen ervoor dat financiële instellingen betrouwbaar zijn, dat prijzen stabiel blijven en dat het betalingsverkeer soepel verloopt – of u nu contant betaalt of digitaal.

1. Rol en taken van DNB

Veelzijdig met een overkoepelende missie

DNB maakt zich sterk voor financiële stabiliteit en draagt daarmee bij aan duurzame welvaart in Nederland.

Met onze taken zorgen we voor:

Betrouwbare financiële instellingen

Stabiele prijzen

Goed werkend betalingsverkeer

Analyse en advies

De juiste aanpak van een financiële instelling in de problemen

- ▶ **Monetair beleid**
- 🚩 **Toezicht & resolutie**
- 🚢 **Betalingsverkeer**
- 🏠 **Financiële stabiliteit**
- 🔍 **Analyse en advies**
- 💰 **Statistiek**

DeNederlandscheBank

EUROSTEL

Hoe doen we dat in de praktijk? Het begint met het continue identificeren, monitoren en kwantificeren van risico's en kwetsbaarheden in het financiële systeem.

We voeren stresstests uit, maken scenario-analyses, informeren ons microprudentiële toezicht en gebruiken de inzichten om tijdig beleidsdiscussies te onderbouwen.

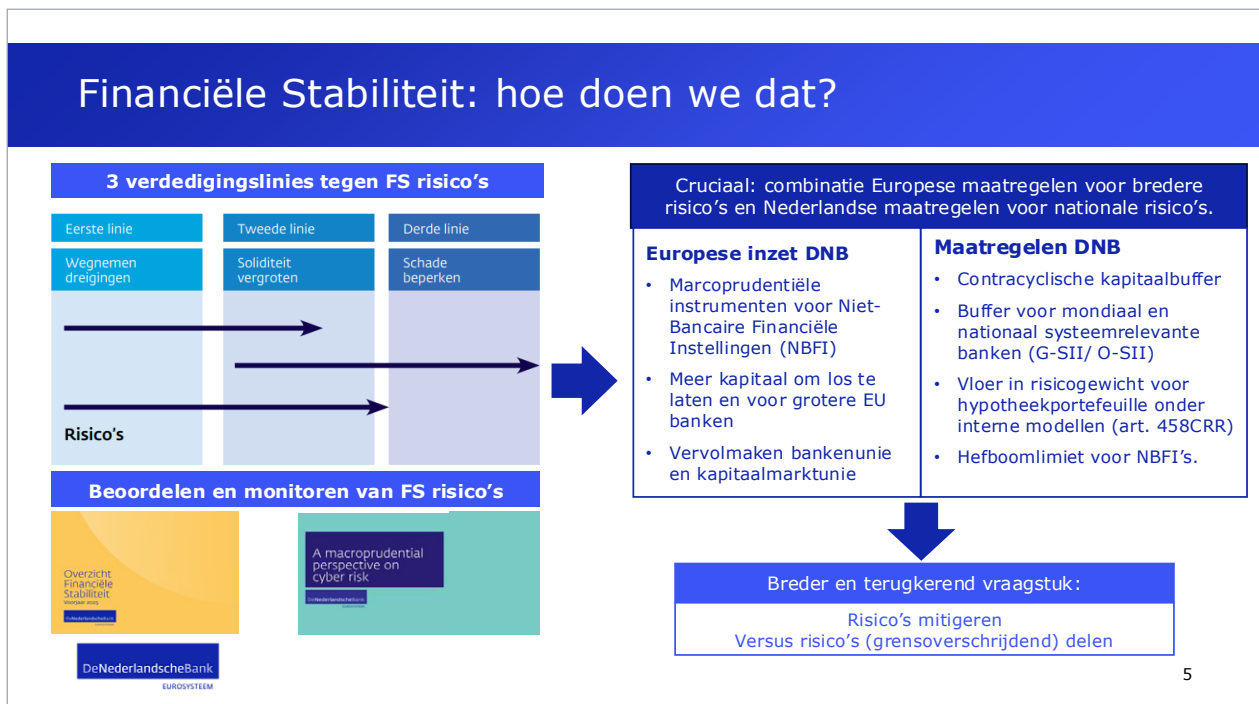
Wat betreft beleid, hanteren we een systeem van drie verdedigingslijnes, waarbij het beleid gericht is op het wegnemen van bedreigingen, het vergroten van soliditeit en het beperken van schade mochten risico's alsnog materialiseren. Dit doen we op nationaal en Europees niveau. Zo bevat onze gereedschapskist voornamelijk buffers voor banken, gericht op het beperken van cyclische of structurele systeemrisico's. Voor niet-bancaire financiële instellingen (NBFI's)

is een macroprudentieel kader op Europees niveau gewenst, niet alleen om risico's te beperken die grensoverschrijdend zijn, maar juist ook als voorwaarde om tot meer grensoverschrijdende kapitaalverschaffing te komen, conform de ambitie van de kapitaalmarktunie.

Op dit moment ontbreekt dat nog, maar hier werken we samen met Europese collega's hard aan.

Ten slotte heeft DNB vanuit haar FS mandaat ook een adviesfunctie.

Tweemaal per jaar publiceren we het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS) dat onze president in het voorjaar presenteert aan de Tweede Kamer. Daarnaast dragen we actief bij aan voor Nederland strategische beleidsprioriteiten, zoals de Savings and Investment union – essentieel voor economische groei en stabiliteit in Europa.



2 Recente macro-economische ontwikkelingen en vooruitzichten

Op dit moment werken we aan het afronden van de najaarsversie van het OFS – het eerste dat onze nieuwe president Olaf Sleijpen over anderhalve week zal presenteren.

Hoewel ik de details van dat rapport nog niet mag delen, kan ik natuurlijk wel wat duiding geven aan actuele ontwikkelingen en risico's.

Enerzijds zien we een aantal positieve ontwikkelingen.

De afgelopen jaren hebben we een sterke stijging van de inflatie gezien. Voor het eerst sinds de start van de Europese monetaire unie stegen de prijzen substantieel boven de doelstelling van de ECB.

Dit kwam vooral door de energieprijsschok na de oorlog in Oekraïne.

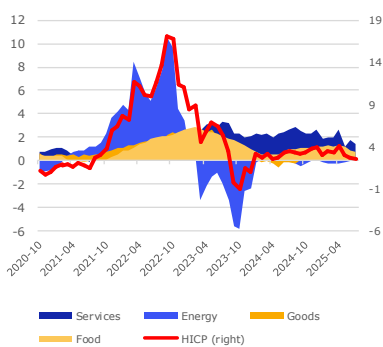
Gelukkig zien we nu dat de inflatie weer richting de doelstelling beweegt. Dat geldt zeker voor het eurogebied, maar in Nederland is de inflatie nog steeds relatief hoog, ook als gevolg van de neveneffecten van schaarste in verschillende delen van onze economie.

Niettemin is deze beweging goed nieuws, waarbij prijsstabiliteit een voorwaarde is voor financiële stabiliteit.

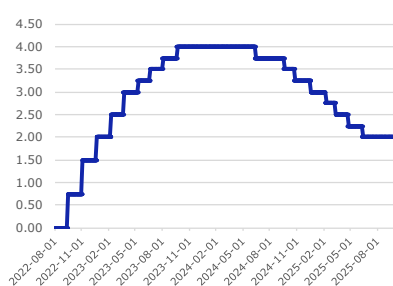
En de ECB heeft de beleidsrente kunnen verlagen, wat de financieringsvoorwaarden verbeterd. En die zijn een belangrijke motor voor de investeringsgroei, zeker ook in de vastgoedsector.

2. Recente macro-economische ontwikkelingen en vooruitzichten

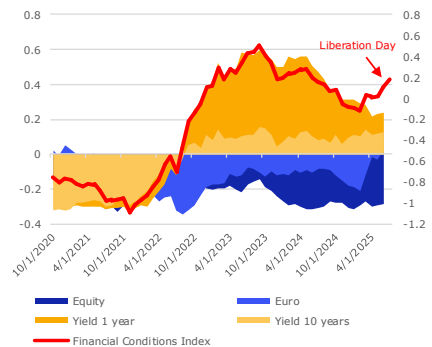
Inflatie is dichterbij ons doel...



... Inmiddels heeft de ECB de beleidsrente verlaagd ...



... en zijn financieringsvoorwaarden verbeterd (behalve tijdens 'Liberation Day').



Aan de andere kant kenmerkt 2025 zich door veel onzekerheid.

Denk aan toenemende geopolitieke spanningen en een meer protectionistisch handelsbeleid vanuit de VS.

Ook in Europa en Nederland heerst politieke onzekerheid, met toenemende zorgen over bijvoorbeeld de overheidsfinanciën in Frankrijk.

Onzekerheid raakt onze economie.

Bedrijven en consumenten zijn terughoudend om te investeren en geld uit te geven.

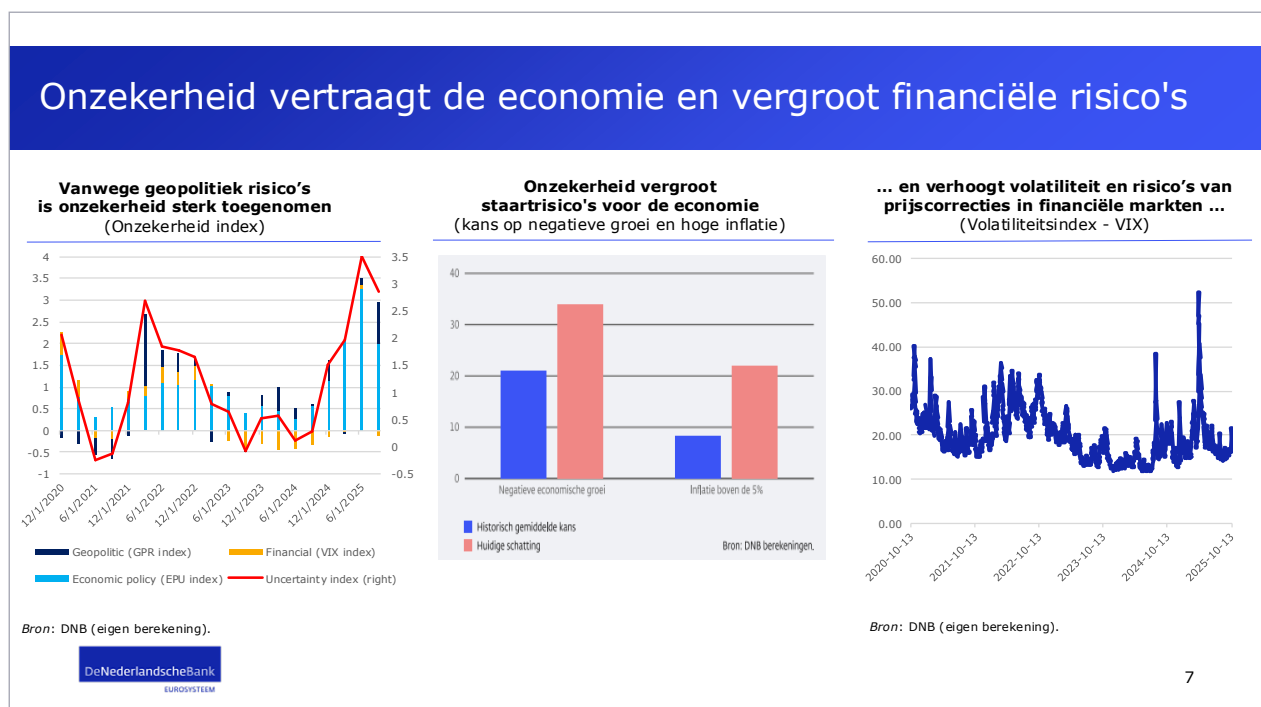
Grote onzekerheid gaat gepaard met een hogere kans op economische recessie en inflatie.

Onzekerheid raakt daarmee ook financiële stabiliteit.

Op korte termijn voedt die de kans op volatiliteit en prijscorrecties op financiële markten die momenteel hoog gewaardeerd zijn.

We zagen dit in april na de Amerikaanse aankondiging van importheffingen.

In een korte periode daalden de activaprijzen wereldwijd en de financieringsvoorwaarden verslechterden.



Deze kwetsbaarheden hebben nu al gevolgen voor onze economie.

In onze ramingen van afgelopen juni hebben we de groeicijfers voor de Nederlandse economie naar beneden bijgesteld, omdat investeringen en export in de eerste maanden van 2025 al werden belemmerd door onzekerheid en handelsspanningen.

Naar verwachting zullen investeringen en export ook in 2026 dalen.

Vooruitkijkend zien we dus een zwakkere groei voor 2026.

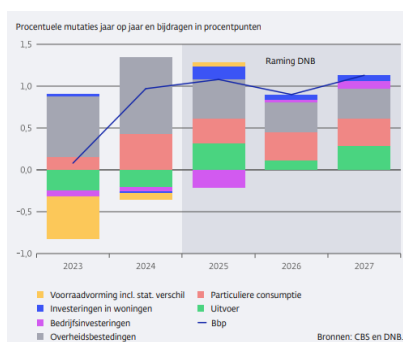
Een lagere groei heeft ook invloed op de inflatie en de renteverwachtingen.

Na de opeenvolgende renteverlagingen door de ECB zien we nu dat de markt voor de komende maanden stabielere rentetarieven verwacht, met een lichte neerwaartse tendens.

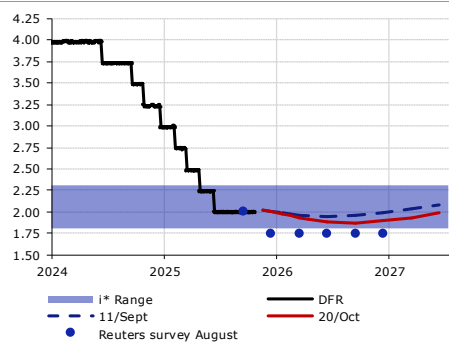
Belangrijke kanttekening daarbij is wel dat de lange rentes zijn gestegen en op een hoger niveau zullen blijven, mede gezien de verslechterde overheidsfinanciën in Europa en de VS.

De vooruitzichten wijzen op een zwakkere groei en stabiele rentetarieven

Investeringen en uitvoer worden door onzekerheid en handelsspanningen al geremd ..
(DNB ramingen voor BBP-groei)



De markt verwacht stabiele toekomstige rentetarieven met een lichte neerwaartse tendens.
(markt-gebaseerde renteverwachtingen obv 3-months OIS rate)



3 Vastgoed en FS: Belang, transmissie, en beleid

Hoewel vastgoed momenteel zeker niet bovenaan onze risicokaart staat, blijft het een belangrijk aandachtspunt.

Waarom?

Omdat financiële instellingen grote vastgoed-blootstellingen hebben – samen zo'n 1,5 biljoen euro – voor banken bijna 40% van hun totale activa.

Denk aan beleggingen in woningen en commercieel vastgoed, in binnen- en buitenland, en leningen met vastgoed als onderpand. Schokken zoals een prijsdaling vormen daarmee een bedreiging voor financiële stabiliteit.

Risico's kunnen leiden tot verliezen voor financiële instellingen.

Dit kan hun solvabiliteit en liquiditeit raken en hun vermogen om de economie en vastgoedsector te ondersteunen beperken.

Bovendien kunnen risico's zich gemakkelijk van het ene land naar het andere verspreiden, omdat financiële instellingen met elkaar verweven zijn en blootgesteld zijn aan dezelfde activa.

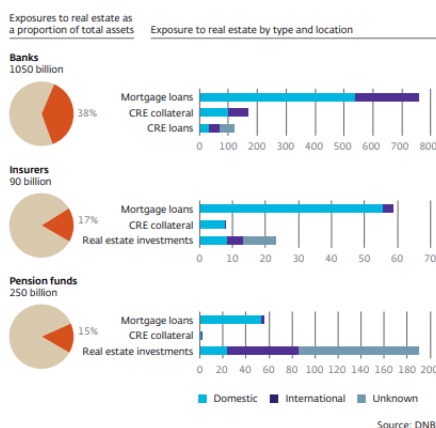
De financiële crisis van 2007-2008 is daar het bekendste voorbeeld van. Toen mondde een schok op de Amerikaanse huizen- en hypotheekmarkt uit in een wereldwijde financiële en economische crisis die ook Nederland trof.

Sommige Nederlandse financiële instellingen werden direct geraakt via hun Amerikaanse hypotheek- en MBS-portefeuilles.

Anderen kregen te maken met bankruns, gevoed door onzekerheid over waarderingen en het lage vertrouwen in de financiële sector. De overheid moest noodgedwongen bijspringen om het systeem te stabiliseren.

3. Commercieel vastgoed en FS: belang, transmissie en beleid

Figure 2.1 Real estate exposures of the Dutch financial sector
EUR billions



Belang voor Financiële stabiliteit:

- Financiële instellingen hebben **grote blootstellingen** aan vastgoed.
- Blootstellingen omvatten **vastgoedbeleggingen en leningen met vastgoed als onderpand**, zowel commercieel als residentieel, in binnen- en buitenland.
- Schokken zoals een **prijzdaling op de vastgoedmarkt** vormen een bedreiging voor de financiële stabiliteit.

Om te begrijpen waarom commercieel vastgoed zo gevoelig is voor de conjunctuur, is het zinvol om naar de verschillen en overeenkomsten met de residentiële huizenmarkt te kijken.

Houd er daarbij rekening mee dat onder commercieel vastgoed ook woningen vallen, maar alleen als deze voor zakelijke doeleinden worden verhuurd of verkocht.

Eigen woningen zijn consumptiegoederen – mensen kopen ze om in te wonen.

Daarom worden beslissingen over de aankoop van een huis ook beïnvloed door niet-economische overwegingen, zoals de nabijheid van het werk of de geboorte van een kind.

Commercieel vastgoed is in feite een belegging, en is dus gevoeliger voor conjuncturele omstandigheden zoals economische groei en rentetarieven.

Anders dan particuliere woningen, bevat CRE vastgoedtypen met verschillende gebruiksdoeleinden.

Kantoren, huurwoningen, winkels, distributiecentra: elk type kent zijn eigen dynamiek.

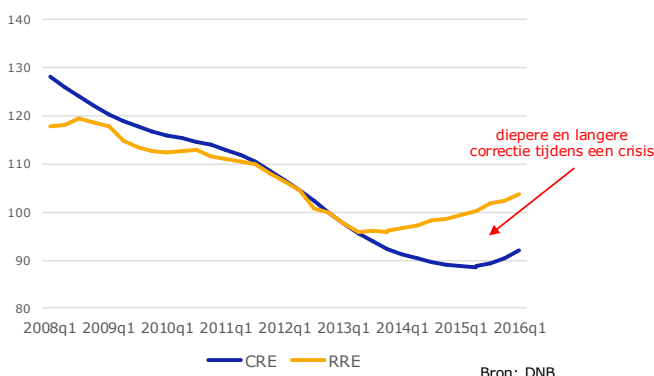
De zakelijk vastgoedmarkt is dus minder liquide dan de woningmarkt, waardoor prijsdalingen tijdens recessies vaak dieper en langduriger zijn.

Maar er zijn ook overeenkomsten.

Zowel commercieel vastgoed als residentieel vastgoed worden grotendeels gefinancierd met schulden, wat hefboomrisico's met zich meebrengt. En niet-bancaire financiële instellingen (NBFI's) spelen een steeds belangrijkere rol als kredietverstrekkers.

Commercieel vastgoed: Belangrijkste kenmerken en risico's

Prijsindex voor woningen (RRE) en commercieel (CRE) [2012q4 = 100]



Verschillen met RRE:

[Cyclischeit] RRE is ook een consumptiegoed. CRE is een activa en dus gevoeliger voor economische omstandigheden

[Marktliquiditeit] CRE omvat vastgoedtypen met verschillende gebruiksdoeleinden. Lagere marktliquiditeit.

Overeenkomsten met RRE:

[Hefboomwerking] CRE en RRE worden grotendeels met schulden gefinancierd.

[Risicoverschuiving] Niet-bancaire financiële instellingen (NBFI's) spelen een steeds grotere rol als kredietverstrekkers.

Hoe vertalen risico's van vastgoed zich naar financiële stabiliteit?

Commercieel vastgoed wordt grotendeels gefinancierd met schulden en de belangrijkste bron van terugbetaling van de lening zijn de inkomsten gegenereerd door het vastgoed dat ermee wordt gefinancierd.

Hogere financieringskosten en lagere huurinkomsten verminderen de schuldaflossingscapaciteit van kredietnemers.

Een daling van prijzen verlaagt de onderpandwaarde van het vastgoed, wat de kredietverliezen voor financiële instellingen vergroot in geval van wanbetaling.

Deze risico's staan niet op zichzelf.

Hogere rentetarieven kunnen bijvoorbeeld leiden tot wanbetalingen op bestaande leningen en een lager kredietaanbod voor nieuwe leningen, en tegelijkertijd de vastgoedprijzen drukken en de economie in een recessie duwen.

Dit heeft uiteindelijk gevolgen voor de financiële stabiliteit, via kredietrisico voor banken en markt- en liquiditeitsrisico's voor beleggingsfondsen.

Als financiële instellingen niet voldoende weerbaar zijn, is het mogelijk dat ze niet langer krediet kunnen verstrekken aan de economie.

In dat geval versterken de financiële en reëel economische gevolgen van de initiële schok elkaar verder.



Wat kunnen we als centrale bank doen om dergelijke systeemrisico's te beperken?

DNB beschikt over macroprudentiële instrumenten zoals kapitaalbuffers en vereisten voor risicoweging voor banken, maatregelen voor NBFi's, en aanbevelingen aan kredietverstrekkers voor verantwoord lenen.

Hieronder vallen ook instrumenten die gericht zijn op specifieke risico's, bijvoorbeeld een sectorale buffer of een vloer voor de risicoweging van blootstellingen op specifieke sectoren als commercieel vastgoed.

In 2023 verhoogden we de contracyclische buffer naar 2%. Deze buffer geldt voor alle bancaire uitzettingen in Nederland.

Het niveau van 2% komt overeen met een standaard risico-omgeving voor onze economie.

De beslissing werd genomen om de weerbaarheid van banken tegen cyclische risico's te vergroten, waaronder die van de commercieel vastgoedmarkt.

Bijkomend voordeel van de buffer is dat wij deze in slechte tijden kunnen loslaten waardoor banken het vrijgekomen kapitaal kunnen gebruiken om verliezen te absorberen en krediet te blijven verstrekken.

Zoals ik al eerder heb uitgelegd, is de commercieel vastgoedmarkt gevoelig voor de conjunctuur, en dat is in de rechtergrafiek terug te zien: prijzen dalen snel of worden negatief tijdens schokken of wanneer de rente stijgt.

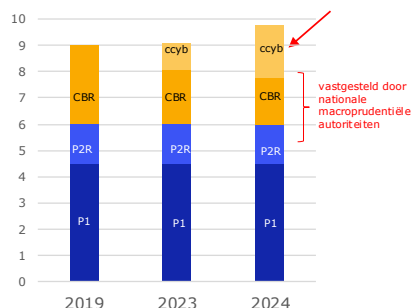
Vastgoedprijzen behoren dan ook tot de indicatoren in ons CCyB raamwerk, dat we onlangs hebben bijgewerkt en gepubliceerd op onze website.

Macroprudentieel beleid: verhoging Countercyclical Capital Buffer (CCyB) om weerbaarheid tegen cyclische risico's te

FS beleidsinstrumentarium voor CRE

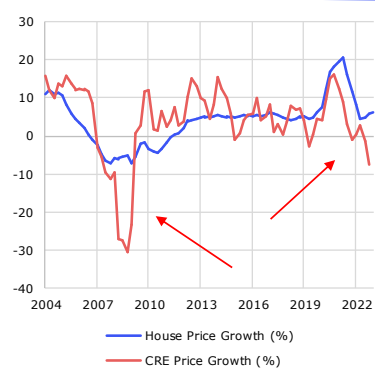
- **Risicogewicht en LGD-vloeren** (art. 124/164/458 CRR)
- **Contracyclische kapitaalbuffer** (CCyB)
- **Sectorale systeemrisicobuffer** (s-Syrb)
- **Aanbevelingen aan kredietverstrekkers** (bijv. via OFS)
- **Hefboom limiet** voor beleggingsfondsen (art. 25 AIFMD)

DNB verhoogt contracyclische kapitaalbuffer (CET1-ratiovereisten in Basel III - % van RWA)



The Combined Buffer Requirement (CBR) includes capital conservation (CCoB) and systemic buffer (G-SII O-SII) requirements. In 2019 the CBR included the 3% Systemic risk buffer (Syrb)

Prijzontwikkeling en cyclische van vastgoed (Procentuele groei j-o-j)



Bron: CBS en DNB

12

Ook met initiatieven die niet direct beleidsmatig van aard zijn, probeert DNB bij te dragen aan financiële stabiliteit.

Zo hebben we in 2019 meegewerkt aan de ontwikkeling van een prijsindex voor commercieel vastgoed.

Dat doen we niet alleen omdat het ons werk gemakkelijker maakt in het monitoren van risico's, maar ook omdat het de transparantie van de markt verbetert.

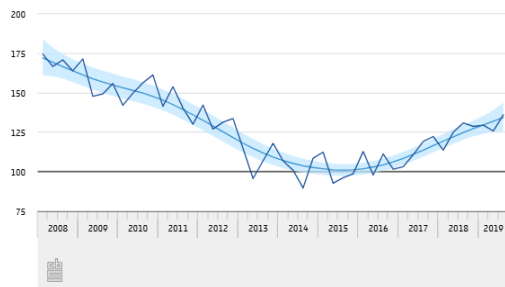
En dat bevordert weer investeringen en vermindert onzekerheid over waarderingen. Deze index is nu voor iedereen online beschikbaar via de CBS-website.

DNB financierde onlangs de ontwikkeling van een CRE prijsindex

Prijsontwikkeling commercieel vastgoed

Kantoren

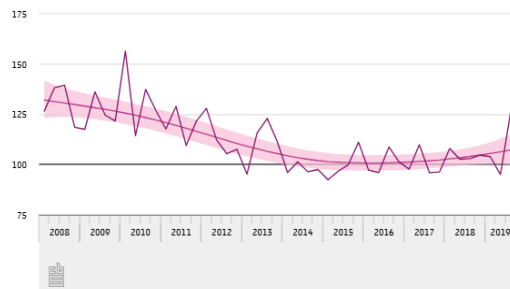
2015=100



Prijsontwikkeling commercieel vastgoed

Winkels

2015=100



4 Vastgoed en FS: financiële instellingen

Wat de rol van financiële instellingen betreft, is de belangrijkste boodschap dat ze nu behoorlijk veerkrachtig zijn.

Dat geldt met name voor banken die een centrale rol spelen in de economie.

Banken zijn vandaag beter gekapitaliseerd dan vijftien jaar geleden.

Veerkracht is essentieel voor financiële, maar ook macro-economische stabiliteit.

Tijdens crises kunnen banken met voldoende kapitaalbuffers verliezen opvangen en tegelijkertijd krediet blijven verstrekken aan de economie en de vastgoedsector.

Zo kunnen ze de impact van financiële stress op onze economie verlichten in plaats van vergroten. Deze trend naar meer veerkracht is uiteindelijk het gevolg van bankregulering.

Onder het Bazelse raamwerk is de kwantiteit en kwaliteit van kapitaal verhoogd in verhouding tot de risico's die banken nemen.

Dit heeft er mede voor gezorgd dat recente macro-economische en financiële schokken weinig doorwerking hadden op de economie – oftewel een zachte landing.

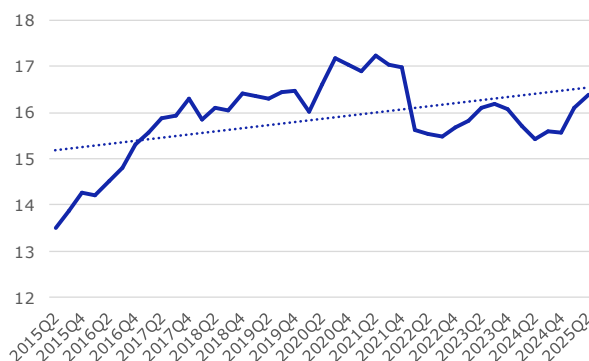
Vanaf dit jaar begint de implementatie van de vierde fase van de Basel-regelgeving.

Dit heeft ook concrete gevolgen voor de vastgoedsector.

De grafiek aan de rechterkant vergelijkt de risicoweging van vastgoedleningen in CRR2 en CRR3 onder de zogenaamde standaard benadering. Zoals u kunt zien, is de risicoweging voor banken stapsgewijs verhoogd. Dit weer-spiegelt een prudentere regelgevende en toezichthoudende aanpak ten aanzien van vastgoedleningen.

4. Rol en weerbaarheid van financiële instellingen

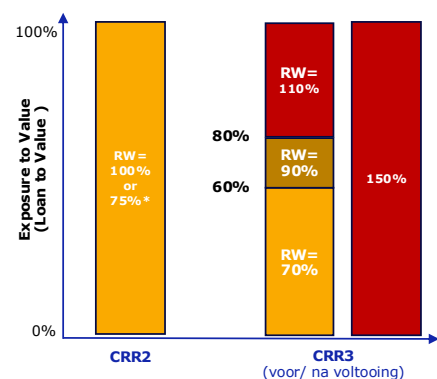
Banken zijn goed gekapitaliseerd en beter in staat om verliezen op te vangen ..
(CET1 ratio % van de Nederlandse systeembanken)



DeNederlandscheBank
KUNSTSTREEK

Bron: DNB

.. vooral dankzij prudentere bankregulering
(SA treatment for income-producing RE - CRR2 vs CRR3)



* Afhankelijk van Corporate vs Retail classificatie

14

Tegelijkertijd zien we dat beleggingsfondsen een grotere rol zijn gaan spelen in vastgoedfinanciering.

Deze trend is goed zichtbaar in Nederland, dat qua blootstelling van beleggingsfondsen aan de vastgoedsector op de vierde plaats staat in de EU. Dit weerspiegelt ook het feit dat Nederland, samen met Ierland en Luxemburg, een belangrijke vestigingsplaats van beleggingsfondsen is, mede dankzij een gunstig belastingklimaat. Deze fondsen zijn wereldwijd actief en investeren in verschillende landen, niet alleen in Nederland.

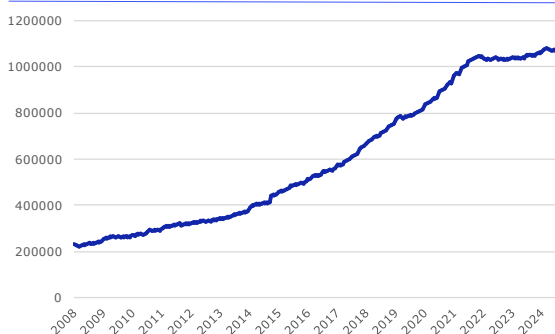
De toenemende rol van niet-banken is deels een keerzijde van regelgeving in de bankensector. De verbreding van financiering naar andere intermediairs onder andere sectorale regelgeving is op zichzelf niet verkeerd en past bij de ambitie van kapitaalmarktunie.

Een belangrijke uitdaging voor ons als beleidsmakers is wel om de stabiliteit van het systeem te blijven borgen.

Een consistent macroprudentieel kader op Europees niveau voor systeemrelevante activiteiten en partijen is daarbij gewenst.

Beleggingsfondsen spelen een grotere rol in vastgoedfinanciering ...

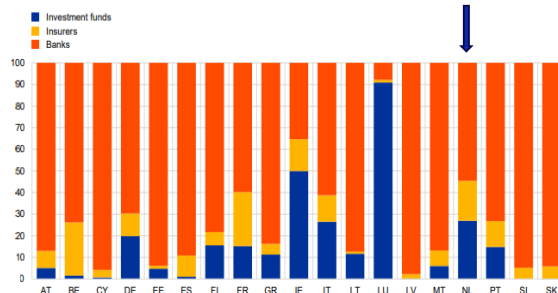
Aandelen uitgegeven door vastgoedfondsen in de EA
(in miljoen euro)



Bron: ECB's Statistical Data Warehouse (SDW)

CRE blootstelling van financiële instellingen per type belegger
(in % van totale blootstelling per land)

(percentage of countries' total exposures, Q4 2021)



Bron: ESRB report on Vulnerabilities in Commercial Real Estate in the EEA.

Veranderingen in het financieringslandschap beïnvloeden het risicolandschap.

Voor banken vertaalt betrokkenheid bij de vastgoedsector zich voornamelijk in kredietrisico op hun vastgoedleningen.

Voor beleggingsfondsen liggen deze risico's vooral in hun liquiditeitsbeheer, aangezien fondsen vaak een open-ended structuur hebben.

Beleggers die aandelen in deze beleggingsfondsen hebben, kunnen hun belegging per direct of op zeer korte termijn terugtrekken.

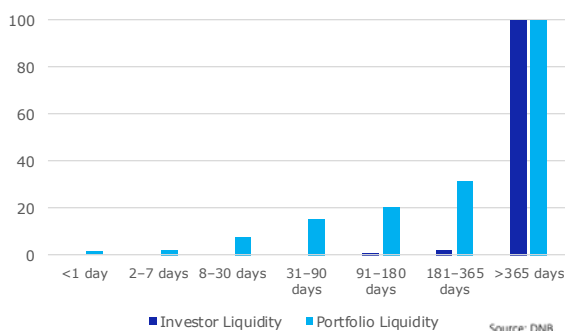
Voor vastgoedfondsen die beleggen in zeer illiquide activa, kan deze potentiële liquiditeitsmismatch leiden tot gedwongen verkoop, wat een prijsdaling op de vastgoedmarkt kan versterken.

De risico's kunnen worden uitvergroot door hefboomwerking, een praktijk die veel voorkomt bij vastgoedbeleggingen.

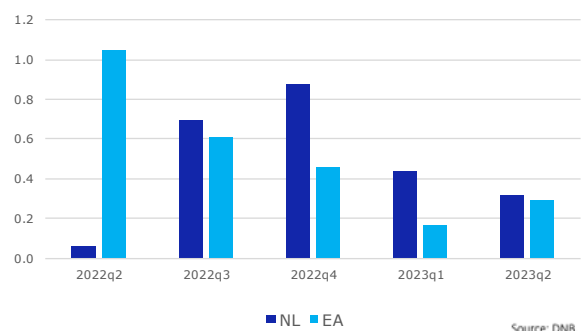
Wat we in onze monitoring zien, is dat de liquiditeit van de portefeuille van Nederlandse vastgoedfondsen goed blijft afgestemd op de terugbetalingsvoorwaarden van beleggers en dat terugkoopverzoeken bij vastgoedfondsen beperkt zijn gebleven, ook tijdens de fase van stijgende rentetarieven. Dit hangt mede samen met de betrokkenheid van langetermijnbeleggers, zoals pensioenfondsen.

... en beleggingsfondsen kennen andersoortige risico's

De liquiditeit van de portefeuille blijft afgestemd op de terugbetalingsvoorwaarden van beleggers



Terugkoopverzoeken bij vastgoedfondsen bleven beperkt



5 Structurele en cyclische risico's

Een belangrijke structurele risicodrijver is klimaatverandering, gezien de grote uitdaging om de gebouwde omgeving voor te bereiden op toenemende klimaattransitie- en fysieke uitdagingen.

Vanuit ons FS mandaat heeft DNB een aantal studies gedaan naar hoe en hoeveel vastgoedblootstellingen kwetsbaar zijn voor deze transitie en fysieke risico's.

In een eerste studie naar klimaattransitierisico's uit 2022 hebben we geconstateerd dat financiële instellingen te maken hebben met aanzienlijke data gaten met betrekking tot de energiekenmerken van hun krediet- en beleggingsportefeuilles.

Uit de data die wel beschikbaar was, bleek dat een aanzienlijk deel van deze portefeuilles risico loopt als de panden niet worden gerenoveerd conform wettelijke eisen, zoals het minimale energielabel C dat verplicht is voor kantoren vanaf 2023.

Naast risico's biedt de klimaattransitie ook kansen voor de financiële sector.

Veel van deze renovaties kunnen simpelweg niet uit eigen zak worden gefinancierd.

Regelgeving staat ook wat extra krediet toe in het geval van duurzame investeringen.

Tegelijkertijd moeten financiële instellingen blijven letten op verantwoorde kredietverlening om risico's op overmatige schuldenlast te vermijden.

5. Structurele en cyclische risico's voor commercieel vastgoed

Klimaat transitie en fysieke risico's vormen een structureel risico op de lange termijn

Transitierisico's kunnen materialiseren via een scherpe stijging van 'retrofitting costs'

Figure 2.3 Domestic real estate exposures by energy label

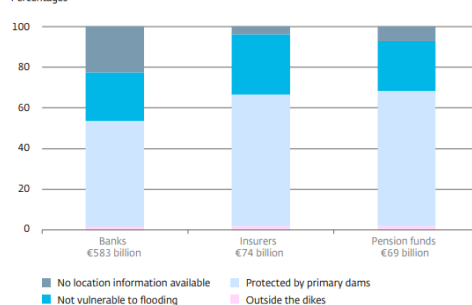


Bron: [DNB Occasional Study](#) on 'Real Estate and climate transition risks' (2022)

DeNederlandscheBank
RUGDSYSTHEM

Fysieke risico's kunnen materialiseren via kredietrisico's als gevolg van schade aan vastgoed dat als onderpand wordt gebruikt.

Figure 21 Flood risk and Dutch real estate



Bron: 'Climate change and financial risks of real estate'. [DNB's Financial Stability Report, Autumn 2021](#)

In een tweede studie naar fysieke risico's hebben we berekend hoe overstromingsscenario's de financiële stabiliteit kunnen beïnvloeden via kredietrisico op residentiële en commerciële vastgoedleningen.

Dit risico is in Nederland evident relevant gezien de geografie, de beperkte verzekeringsdekking en de uitdagingen van een stijgende zeespiegel.

Voor banken hebben overstromingen invloed op hun kredietrisico door schade aan vastgoed dat als onderpand wordt gebruikt.

De studie laat zien dat de impact momenteel beheersbaar is, maar snel kan toenemen bij grote overstromingen en ongunstige weersomstandigheden.

De kans daarop hangt samen met meer structurele ontwikkelingen, zoals de zeespiegelstijging en de mate van klimaatadaptatie.

Het is daarom belangrijk dat we als samenleving blijven investeren in weerbaarheid – bijvoorbeeld door ons dijkensysteem verder te versterken – en dat we oplossingen vinden voor de vraagstukken die de verzekerbaarheid van deze risico's momenteel belemmeren.

De structurele risico's zijn tijdens de Covid-pandemie verder toegenomen.

De pandemie had onmiddellijke gevolgen, niet alleen omdat de lockdowns ons allemaal dwongen thuis te zitten, maar ook omdat het nieuwe trends teweegbracht en/of bestaande trends versnelde die relevant zijn voor de vastgoedsector.

Denk aan thuiswerken in de kantoorsector, de versnelling in online kopen in de detailhandel, of de gevolgen van het afstandbeleid in de horeca en entertainmentsector.

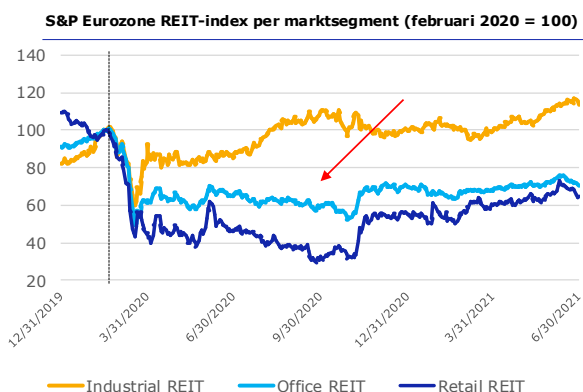
Op de financiële markten werden deze risico's onmiddellijk en abrupt ingeprijsd.

Zoals te zien in de linker grafiek, werden vastgoedfondsen die beleggen in winkel- en kantoorpanden met 60% en 40% korting verhandeld ten opzichte van vóór de pandemie.

We zagen tegelijkertijd een discrepantie tussen het gedrag van financiële markten en financiële instellingen, die hun onderpand maar zeer beperkt herwaardeerden (zie de rechterlinker grafiek). Dit leidde tot enige bezorgdheid over mogelijke ongerealiseerde verliezen, zeker in combinatie met de daaropvolgende verkrapping in het monetaire beleid.

In ons OFS hebben wij financiële instellingen dan ook geadviseerd om tijdig onderpand te herwaarderen en voldoende voorzieningen te treffen om mogelijke verliezen te kunnen opvangen.

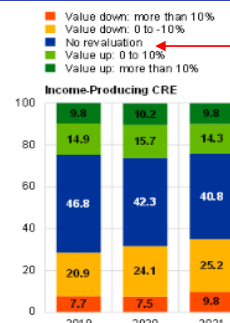
Gedragsveranderingen door Covid hebben risico's vergroot



Bron: DNB

DeNederlandscheBank
RUGDSYSTHEM

Herwaardering van CRE vastgoedonderpand door banken rond Covid (% van stock)



Sources: ECB calculations and AnaCredit.

De cyclische druk op de vastgoedsector nam toe door de plotselinge inflatiepiek na de Russische inval in Oekraïne.

De bouwkosten stegen snel, mede door aanhoudende knelpunten in de aanvoer van bouwmaterialen uit China.

Dit had directe gevolgen voor lopende en nieuwe vastgoedprojecten, zowel door kostenoverschrijdingen als bouwvertragingen.

En zoals ik al vermeldde had dat ook gevolgen voor de renovatie van dit kantoor.

De ECB zag zich genoodzaakt de rentetarieven snel te verhogen na een lange periode van lage rentes en goedkope leningen.

Dit maakte de uitdagingen voor de vastgoedsector nog groter, waarbij een groot deel van

de commerciële vastgoedleningen in de EU een variabele rente heeft.

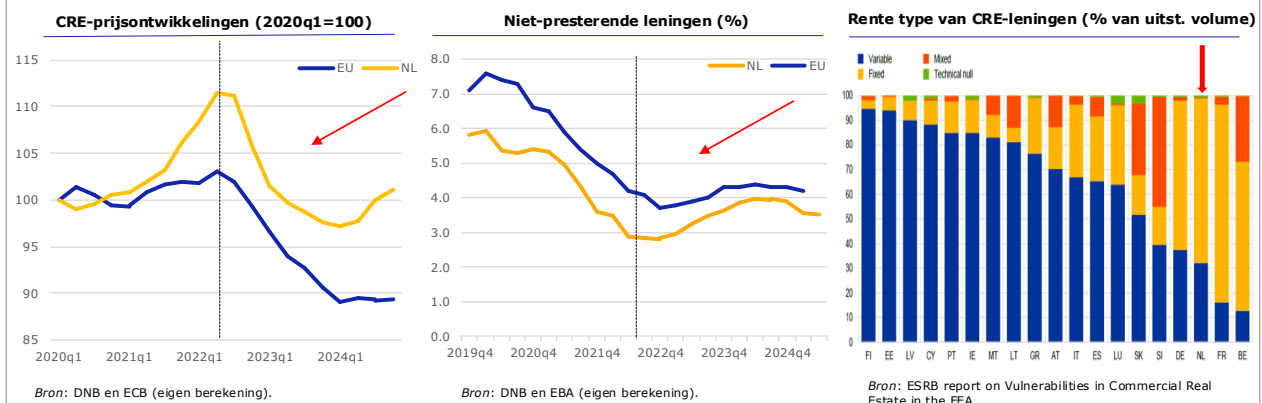
Desondanks bleek de sector bestand tegen een historisch hoge rentestijging van meer dan 200 basispunten in korte tijd.

De vastgoedprijzen daalden, maar de correctie was relatief mild en van korte duur, en het aantal probleemleningen nam slechts licht toe en bleef onder controle.

Dit laat zien dat ook de bedrijfs- en vastgoedsector meer veerkracht heeft dan ten tijde van de financiële crisis.

We zien dan ook dat sindsdien de winstgevendheid is gestegen, de hefboom is gedaald en de algehele schuldhoudbaarheid is verbeterd.

CRE heeft ook bewezen bestand te zijn tegen cyclische risico's ...



Vooruitkijkend zal deze veerkracht ongetwijfeld weer getest gaan worden.

Zoals we dagelijks in de kranten lezen, zijn we in de greep van geopolitieke spanningen en economische fragmentatie.

Ik heb daar eerder in mijn betoog al het nodige over gezegd.

Handelsspanningen hebben vooral gevolgen voor de industrie, met name waar die in hoge mate afhankelijk is van de Amerikaanse markt. Ze hebben echter ook gevolgen voor de vastgoedsector.

Denk bijvoorbeeld aan het logistieke en industriële complex rond de haven van Rotterdam.

Omdat veel panden worden gebruikt voor de productie en opslag van goederen, kan een lagere internationale handel leiden tot een daling van de vraag naar logistieke en industriële ruimte.

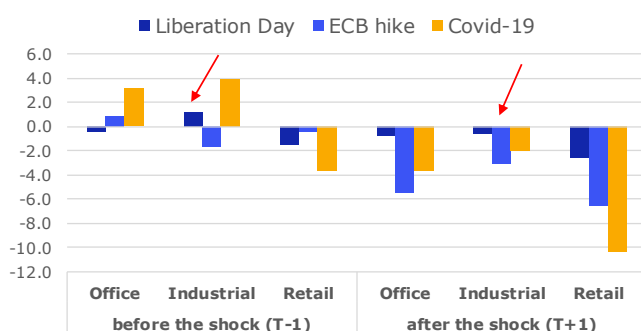
In deze grafiek zien we dat vastgoedbeleggers hun verwachtingen over de kapitaalwaarde van industriële panden hebben bijgesteld van positief naar negatief.

Het sentiment is daarmee minder negatief dan tijdens de eerdere schokken zoals de pandemie en de periode van renteverhogingen.

Maar zoals gezegd, daarbij is de onzekerheid ongekend groot.

... en gaat opnieuw worden getest door geopolitieke risico's

Verwachtingen van CRE-beleggers in Nederland over de kapitaalwaarde voor de komende één jaar (% vóór vs. na de schok)



Bron: DNB

- **daling van de verwachtingen** na de na de aankondiging van importheffingen
- ... maar een **lichte reactie vergeleken met eerdere schokken** (Covid-19, renteverhoging).
- De **grootste daling bij industrieel vastgoed**, waar de verwachtingen van beleggers negatief werden.
- Industrieel vastgoed (bijv. logistiek) is mogelijk **gevoeliger voor handelsschokken**.

Conclusie

Laat ik afronden.

Ik hoop dat ik een beeld heb kunnen schetsen over het belang van de vastgoedsector voor DNB, en hoe wij vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit naar de sector kijken.

Ik zet graag nog de belangrijkste punten voor u op een rij:

- Vastgoedrisico's zijn gedaald, maar blijven relevant voor financiële stabiliteit vanwege hoge blootstellingen en cyclische risico's.
- DNB heeft in 2023 de contracyclische buffer verhoogd om de weerbaarheid van banken tegen cyclische risico's te vergroten. Banken

zijn beter gekapitaliseerd en NBFi's spelen een prominentere rol in vastgoedfinanciering. Een macroprudentieel kader voor NBFi's op Europees niveau draagt bij aan een gelijk speelveld en adequate risicobeheersing.

- De sector heeft de afgelopen jaren te maken gehad met aanzienlijke cyclische en structurele schokken en is tot nu toe veerkrachtig gebleken.
- Geopolitieke spanningen kunnen deze veerkracht opnieuw testen, met name voor de meest blootgestelde marktsegmenten (logistiek en industrie).

Dank voor uw aandacht!

Conclusies

- Vastgoedrisico's zijn gedaald maar blijven relevant voor financiële stabiliteit vanwege **hoge blootstellingen en cyclische risico's**.
- **DNB heeft in 2023 de contra-cyclische buffer verhoogd** om de weerbaarheid van banken tegen cyclische risico's te vergroten.
- **Banken zijn beter gekapitaliseerd en NBFi's spelen een prominentere rol in de vastgoedfinanciering.** Een macroprudentieel kader voor NBFi's op Europees niveau draagt bij aan een gelijk speelveld en adequate risicobeheersing.
- **De sector heeft de afgelopen jaren te maken gehad met cyclische en structurele schokken en is veerkrachtig gebleven.**
- **Geopolitieke spanningen kunnen deze veerkracht opnieuw testen**, met name voor de meest blootgestelde marktsegmenten (logistiek en industrie).

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

Volg ons op:

 Instagram

 LinkedIn

 X

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM