

Overzicht Financiële Stabiliteit

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

De Nederlandsche Bank

Overzicht Financiële Stabiliteit

Voorjaar 2018

© 2018 De Nederlandsche Bank N.V.

Oplage: 480

Dit document is samengesteld op basis van data beschikbaar t/m 20 april 2018 tenzij anders vermeld.

Afkortingen landen volgens ISO-norm.

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

Westeinde 1, 1017 ZN Amsterdam – Postbus 98, 1000 AB Amsterdam

Telefoon (020) 524 91 11 – E-mail: info@dnb.nl

Internet: www.dnb.nl

Voorwoord

DNB waakt over de financiële stabiliteit in Nederland: een taak die in de Bankwet is verankerd. Daarbij let DNB nadrukkelijk op de wisselwerking tussen financiële instellingen en hun omgeving: andere instellingen, de macroeconomie, financiële markten en de financiële infrastructuur. Het vroegtijdig opsporen van systeemrisico's is een belangrijk onderdeel van DNB's financiële stabiliteitstaak.

Twee keer per jaar publiceert DNB het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS). Het OFS beschrijft systeemrisico's die groepen instellingen of hele sectoren kunnen raken en het Nederlandse financiële stelsel en uiteindelijk ook de reële economie kunnen ontwrichten. Het doel van deze publicatie is om belanghebbenden – financiële instellingen, beleidsmakers en het publiek – bewust te maken van systeemrisico's en van de potentiële gevolgen van schokken voor het financiële stelsel. Om deze systeemrisico's tegen te gaan, doet DNB beleidsaanbevelingen en zet zij, waar mogelijk, macroprudentiële instrumenten in.

Het OFS bevat geen voorspellingen, maar analyseert scenario's. In het OFS is tevens een risicokaart opgenomen, die een samenvatting geeft van de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit uit het huidige OFS en voorgaande edities. Voor een overzicht van de opvolging die is gegeven aan de aanbevelingen uit voorgaande edities van het OFS wordt verwezen naar de website.¹

¹ Zie www.dnb.nl/nieuws/publicaties-dnb/overzicht-financiele-stabiliteit/

Samenvatting

Internationale risico's

I

Ruim een decennium na de financiële crisis groeit de wereldeconomie stevig, mede dankzij de zeer ruime monetaire condities. Inmiddels is de noodzaak voor uitzonderlijke monetaire impulsen echter verdwenen. Bovendien nemen financiële kwetsbaarheden toe naarmate het expansieve monetaire beleid langer aanhoudt. Zo stimuleren langdurige ruime financiële condities overmatige schuldopbouw bij huishoudens, bedrijven en overheden. Mede hierdoor zijn mondiale schuld niveaus tot recordhoogtes gestegen. Ook wakkeren de uitzonderlijke monetaire impulsen een zoektocht naar rendement op financiële markten aan. Dit stuwt de prijzen van vermogenstitels op, soms tot boven fundamentele waarden. Koers-winstverhoudingen van Amerikaanse aandelen liggen bijvoorbeeld ver boven hun langjarig gemiddelde, terwijl risicopremies op Europese bedrijfsobligaties zich op een uitzonderlijk laag niveau bevinden. Dat de bereidheid om risico's te nemen hoog is, is ook in toenemende mate zichtbaar op onder andere vastgoedmarkten en cryptomarkten.

Het afbouwen van het ruime monetaire beleid is noodzakelijk, maar vraagt om stuurmanskunst. Een onverwachte aanpassing van het monetaire beleid kan namelijk resulteren in een herprijzing van risicopremies op financiële markten en plotseling stijgende marktrentes. Dit kan schuldenaren hard raken via oplopende rentelasten. In de opkomende landen is vooral het bedrijfsleven kwetsbaar: schulden van bedrijven in landen als China, Turkije en Rusland zijn de afgelopen jaren hard gestegen. In de ontwikkelde landen zijn vooral overheidsschulden sinds de crisis hard opgelopen, terwijl de schulden van huishoudens en bedrijven op een onverminderd hoog niveau liggen.

De recente ontwikkelingen in Italië illustreren dat de interactie tussen de schuldpositie van overheden en het bankwezen een belangrijk aandachtspunt binnen Europa blijft. In landen als Italië, Spanje en Portugal leunt de overheid nog steeds sterk op de eigen bankensector voor financiering van haar schuld. Wanneer de risicopremies op overheidsschuld van deze landen sterk oplopen, dan raakt dit de bankensector in deze landen hard, via verliezen op hun beleggingsportefeuilles. Omdat een verslechterend risicoprofiel van banken tot hogere risicopremies op overheidsschuld kunnen leiden, kan in deze landen de negatieve wisselwerking tussen banken en overheden weer gaan opspelen. Daarbij kampt de bankensector in deze landen met structurele zwakheden, zoals een hoog percentage problemleningen. Het versterken van de Europese bankenunie blijft van groot belang om de verwevenheid tussen banken en overheden te beperken. Ook is het wenselijk de huidige voorkeursbehandeling van overheidsschuld in het kapitaalraamwerk van banken uit te faseren.

II

Wanneer de bereidheid om risico's te nemen plotseling afneemt, kan dit met forse prijscorrecties gepaard gaan. Dit geldt vooral voor vermogenstitels waarvan de waarderingen sterk afwijken van onderliggende fundamentele factoren. Daar komt nog bij dat financiële markten in toenemende mate vatbaar zijn voor zelfversterkende mechanismen, waardoor prijscorrecties worden vergroot. Zo spelen open einde beleggingsfondsen een steeds grotere rol in het mondiale financiële stelsel. Deze fondsen kunnen bij een marktcorrectie worden gedwongen hun posities te liquideren, waardoor de reeds ingezette prijscorrectie verder wordt versterkt.

Ook andere factoren dan het monetaire beleid kunnen leiden tot een omslag van het marktsentiment. In de eerste plaats zijn de geopolitieke spanningen in de wereld relatief groot. Wanneer bestaande zorgen over terroristische en nucleaire dreigingen en een hernieuwde Koude Oorlog toenemen of zich zelfs materialiseren, kan dit het vertrouwen van beleggers aantasten. Ook is er veel onzekerheid over het toekomstige beleid ten aanzien van internationale handel. Het risico bestaat dat steeds meer handelsbelemmerende maatregelen worden ingevoerd. Deze uiting van deglobalisering heeft negatieve gevolgen voor de mondiale economische groei.

Binnen Europa blijft de Brexit een belangrijk aandachtspunt. Een harde Brexit – een abrupte uittreding van het Verenigd Koninkrijk (VK) zonder akkoord en zonder overgangperiode – valt niet uit te sluiten, ook niet nadat er in maart van dit jaar een voorlopig akkoord over een transitieperiode is gesloten. Een harde Brexit gaat gepaard met risico's voor de financiële stabiliteit, vooral wanneer markten en financiële instellingen hier niet goed op voorbereid zijn. Zo kunnen verstoringen in de financiële dienstverlening vanuit het VK optreden, bijvoorbeeld bij het afwickelen van derivatencontracten. Gezien de sterke handels- en financiële betrekkingen die Nederland heeft met het VK, is het van belang dat de Nederlandse financiële sector zich voorbereidt op alle mogelijke scenario's van een Brexit.

Financiële stabiliteit in Nederland

De financiële weerbaarheid van de Nederlandse bankensector is in de afgelopen jaren flink versterkt. Door hun sterke kapitalisatie voldoen Nederlandse banken al in hoge mate aan de hogere kapitaaleisen van Bazel 3.5. Desondanks kampt het Nederlandse bankwezen nog wel met een aantal kwetsbaarheden. Zo is de *leverage* ratio in internationaal perspectief laag en zijn Nederlandse banken relatief afhankelijk van marktfinanciering.

De Nederlandse woningmarkt trekt stevig aan en bevindt zich qua prijsniveau weer op het recordniveau van 2008. In de grote steden liggen de prijzen al aanzienlijk hoger. Inmiddels is sprake van olievlekwerking vanuit de steden naar de rest van het land: de prijzen in de omringende regio's stijgen nu ook flink. Mede dankzij de lage rente is de betaalbaarheid van woningen over het algemeen nog steeds beter dan voor de crisis. Wel liggen de

financieringslasten voor starters in de steden hoger dan in de jaren voor de crisis. Dit komt door de snelle prijsstijgingen in de steden. In de steden worden huizen steeds vaker gekocht door particuliere beleggers. Dit kan bijdragen aan een vergroting van de particuliere huurmarkt, maar heeft ook een prijsopdrijvend effect.

Ondanks de forse stijging van de huizenprijzen, blijft de hypothecaire kredietgroei tot op heden gematigd. Zo nam de hypothecaire kredietverstrekking in het afgelopen jaar met 1% toe. Ter vergelijking: tussen 1996 en 2000, toen de huizenprijzen met meer dan 10% per jaar stegen, was de hypotheekgroei gemiddeld ongeveer 16% per jaar. De huidige gematigde hypothecaire kredietgroei komt mede doordat er veel (vrijwillig) wordt afgelost en met eigen geld wordt gefinancierd. Indien de huizenprijzen hard blijven stijgen, ligt het in de rede dat de hypothecaire kredietgroei weer zal aantrekken en financiële stabiliteitsrisico's zullen toenemen.

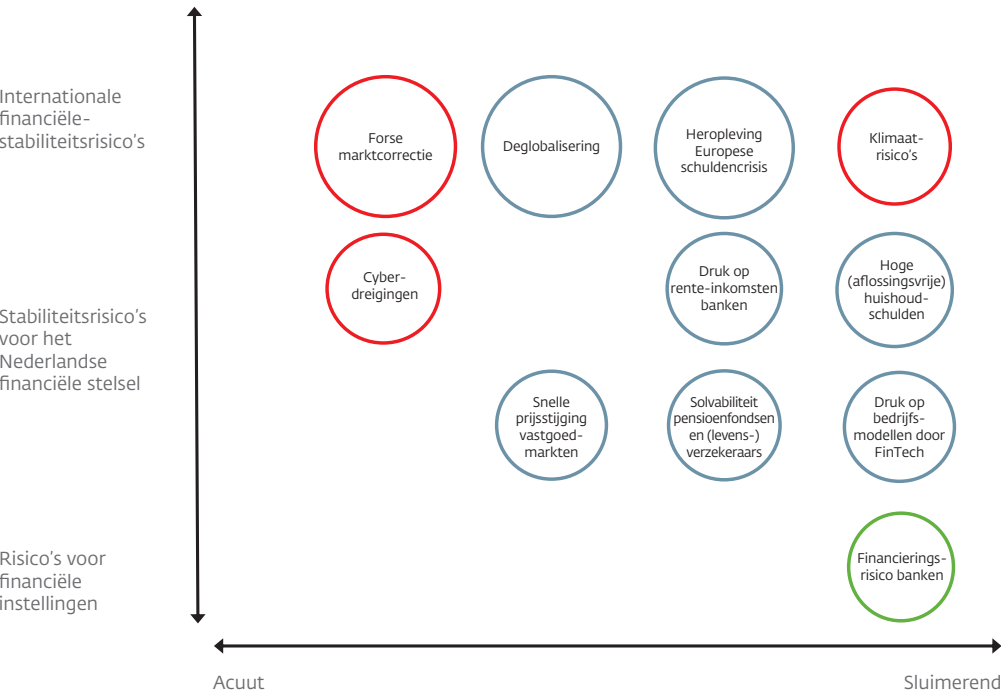
Waar enkele jaren geleden de economische terugval en de correctie op de woningmarkt elkaar versterkten, voeden het economische herstel en de opleving van de woningmarkt elkaar momenteel juist. Deze procycliciteit kan gepaard gaan met hoge economische en maatschappelijke kosten en hangt onder meer samen met het feit dat de hypotheekrenteaftrek en leennormen naar internationale maatstaven genereus zijn. De voorgenomen versnelde afbouw van de hypotheekrenteaftrek beperkt deze procycliciteit. Ook een verdere verlaging van de LTV-limiet is wenselijk. Hoewel de LTV-limiet in de afgelopen jaren stapsgewijs is verlaagd van 106% naar 100%, blijft de Nederlandse LTV-limiet in internationaal perspectief erg hoog. De huidige krapte op de woningmarkt dient te worden bestreden met een vergroting van het aanbod, met name in het middensegment van de huurmarkt.

Ook Nederland kan worden geraakt in een scenario waarin de rente plotseling stijgt. In het derde kwartaal van 2017 bedroegen de schulden van huishoudens 106% van het bbp, en die van bedrijven 120%, wat hoog is in internationaal perspectief. Wanneer de rente stijgt, kunnen de rentelasten voor bedrijven en huishoudens met hoge schulden sterk toenemen. Doordat bedrijven zich veelal korter financieren dan huishoudens, ondervinden zij sneller de gevolgen van een rentestijging. Huishoudens hebben in de afgelopen jaren hun kwetsbaarheid voor rentestijgingen verminderd, doordat ze meer aflossen en bij het afsluiten van een hypotheek vaker kiezen voor een langere rentevaste periode. De effecten van een rentestijging verschillen sterk per huishouden en bedrijf. Kwetsbare huishoudens en bedrijven doen er goed aan om de gevolgen van een rentestijging voor de betaalbaarheid van hun schulden geregeld in kaart te brengen en om tijdig financiële buffers op te bouwen.

IV

Voor banken pakt een rentestijging in eerste instantie negatief uit, doordat hun financieringslasten bij een rentestijging sneller toenemen dan de rente-inkomsten op uitstaande leningen. Dit geldt zeker voor banken die erg afhankelijk zijn van marktfinanciering met een korte looptijd. Voor pensioenfondsen en verzekeraars hangt het effect van een rentestijging af van hoe deze zich materialiseert. Wanneer de rente stijgt doordat de risicovrije rente oploopt, verbetert de financiële positie van pensioenfondsen en verzekeraars in beginsel. Wanneer de rente echter stijgt doordat de risicopremies sterk oplopen, kunnen pensioenfondsen en verzekeraars via verliezen op hun beleggingsportefeuilles hard worden geraakt.

Risicokaart



Toelichting: De risicokaart geeft een schematisch overzicht van de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit uit het huidige Overzicht Financiële Stabiliteit en voorgaande edities. De grootte van een cirkel geeft de omvang van het risico weer. De kleur van de cirkel geeft weer of een risico over de middellange termijn gezien toenemend (rood), afnemend (groen) of constant (grijs) is.

Inhoud

Overzicht Financiële Stabiliteit	1
Internationale ontwikkelingen	1
Financiële markten	8
Financiële sector in Nederland	13
Gevolgen van een rentestijging voor Nederlandse bedrijven, huishoudens en de financiële sector	16
Woningmarkt in Nederland	21
Macroprudentieel beleid in Nederland	29
Annex: Macroprudentiële indicatoren	32

Overzicht Financiële Stabiliteit

Internationale ontwikkelingen

1

[De wereldeconomie groeit stevig](#). Gestimuleerd door nog steeds zeer ruime monetaire condities, vertoont de mondiale economie 10 jaar na het uitbreken van de financiële crisis uitbundige groei. Het IMF raamt de mondiale economische groei dit jaar op 3,9%. Ook in het eurogebied groeit de economie krachtig: de ECB voorspelt een bbp-groei van 2,4% in 2018. De Nederlandse economie draait eveneens op volle toeren, met een verwachte economische groei van 3,1% voor dit jaar.

[Onder de gunstige groeivoorzichten sluimeren echter financiële stabiliteitsrisico's](#). In de eerste plaats is de beleidsonzekerheid hoog (Figuur 1). De onderhandelingen met het Verenigd Koninkrijk (VK) over de toekomstige relatie tussen het VK en de Europese Unie (EU) verlopen moeizaam. Uittreding van het VK uit de EU zonder akkoord en zonder overgangperiode (een zogenoemde harde Brexit) valt niet uit te sluiten, ook niet nadat er in maart een voorlopig akkoord is gesloten over een overgangperiode. Een harde Brexit kan gepaard gaan met risico's voor de financiële stabiliteit (Box 1). Daarnaast is de beleidsonzekerheid op het gebied van internationale handel verder toegenomen met de invoering van importtarieven op staal en aluminium voor sommige landen door de VS. Het opleggen van dergelijke importheffingen kan andere handelsbelemmerende maatregelen uitlokken, wat negatieve gevolgen voor de mondiale economische groei zal hebben. Tot slot groeit onder invloed van de opgaande conjunctuur in sommige landen en sectoren de lobby om de na de crisis opgetuigde strengere regelgeving weer af te zwakken. Zo zijn er in de Verenigde Staten concrete stappen gezet om de *Dodd-Frank Act* te versoepelen.²

[Toenemende geopolitieke spanningen in de wereld kunnen het vertrouwen van beleggers aantasten](#). Onder invloed van militaire en diplomatieke ontwikkelingen in verschillende delen van de wereld (waaronder het Midden-Oosten en Rusland) zijn de geopolitieke spanningen in de wereldeconomie in het afgelopen jaar opgelopen en bevinden deze zich op een hoog niveau (Figuur 1). Bestaande zorgen over terroristische en nucleaire dreigingen en een hernieuwde Koude Oorlog kunnen de komende tijd toenemen of zich zelfs materialiseren. Dit kan het vertrouwen in de wereldeconomie ondermijnen. Wanneer landen een meer isolationistische koers inslaan, kan bovendien het gezag van de multilaterale instellingen, zoals het IMF, de WTO en de Wereldbank, onder druk komen te staan. Dit bemoeilijkt het vinden van een gezamenlijke oplossing in crisissituaties.

2 De *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* is een federale Amerikaanse wet, ingesteld naar aanleiding van de kredietcrisis uit 2007 en van kracht geworden in juli 2010. Het doel van de wet is de financiële stabiliteit in de Verenigde Staten te vergroten, onder meer door strengere regels aan financiële instellingen op te leggen en consumenten te beschermen tegen financiële misbruikpraktijken. In maart 2018 heeft de Senaat ingestemd met het wetsvoorstel (de zogenoemde *Crafo Bill*) om delen van de *Dodd-Frank Act* te versoepelen. Daarbij wordt onder meer de grens verhoogd, waar boven banken onder een verzwakt toezichtregime vallen. Ook gelden voor kleine banken soepelere acceptatiecriteria voor het verstrekken van hypotheekleningen.

Box 1 Financiële sector moet zich voorbereiden op Brexit

Op 29 maart 2017 heeft het Verenigd Koninkrijk (VK) de uittreding uit de Europese Unie (EU) in werking gezet. Een jaar na dit besluit is een voorlopig akkoord bereikt over een overgangperiode. Mits er een akkoord ligt, blijft het VK tot 31 december 2020 toegang houden tot de Europese interne markt. Deze overgangperiode biedt burgers en bedrijven meer zekerheid in de nabije toekomst. Tegelijkertijd is er nog geen definitief uittredingsakkoord gesloten en verlopen de onderhandelingen over de toekomstige relatie op onderdelen moeizaam. Een abrupte uittreding van het VK zonder akkoord en zonder overgangperiode (een zogenoemde harde Brexit) valt daarmee nog niet uit te sluiten.

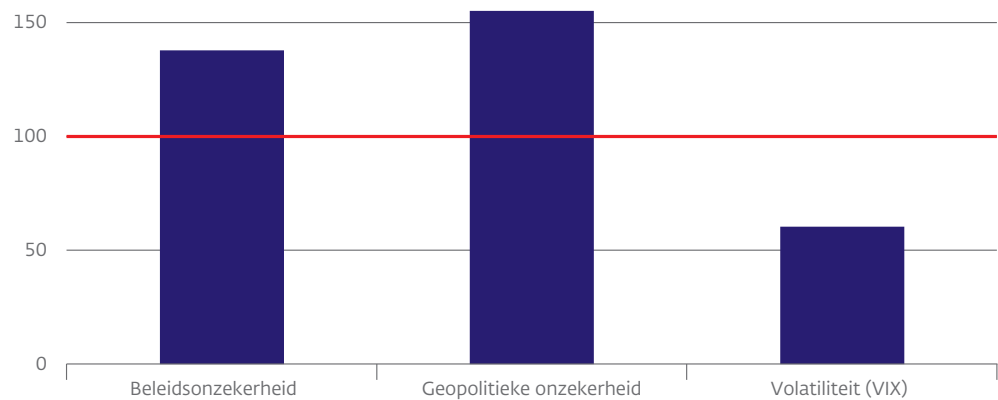
Een harde Brexit gaat gepaard met risico's voor de financiële stabiliteit, vooral wanneer markten en financiële instellingen niet voorbereid zijn op een uitkomst zonder akkoord. Een harde Brexit kan leiden tot volatiliteit op Europese aandelen- en obligatiemarkten en tot financiële verliezen voor instellingen met omvangrijke beleggingen en leningen in het VK. Op termijn kunnen ook indirecte risico's zich materialiseren, bijvoorbeeld doordat banken leningen hebben verstrekt aan Europese bedrijven die afhankelijk zijn van de handel met het VK.

Zonder tegenmaatregelen kan een harde Brexit ook leiden tot verstoringen in de financiële dienstverlening vanuit het VK. De Londense City vervult bijvoorbeeld een prominente rol op de internationale derivatenmarkten. Nederlandse financiële instellingen gebruiken deze derivaten onder andere voor het afdekken van het renterisico. Een harde Brexit kan tot gevolg hebben dat deze diensten (tijdelijk of permanent) niet langer toegankelijk zijn voor Nederlandse financiële instellingen, of dat de kosten ervan fors stijgen. Ook kunnen complicaties optreden met betrekking tot bestaande derivaten- en verzekeringscontracten. Derivatencontracten tussen partijen in het VK en de EU blijven ook bij een harde Brexit rechtsgeldig. Echter, bepaalde opties die zijn vastgelegd in het contract (de zogenoemde '*life cycle events*'), zoals het tussentijds vernieuwen of aanpassen van contracten, kunnen niet langer worden uitgevoerd, omdat de daarvoor benodigde vergunning ontbreekt. Dit kan financiële instellingen ertoe dwingen deze contracten op grote schaal te herzien of in korte tijd met partijen uit andere landen af te sluiten. Ook bestaat het risico dat Britse (her)verzekeraars niet langer in staat zijn schadeclaims uit te betalen aan Europese burgers en bedrijven. Na een harde Brexit vallen Britse (her)verzekeraars niet langer onder het Europees toezichtraamwerk, waardoor zonder additionele maatregelen het uitbetalen van schadeclaims niet langer is toegestaan.

Ook een meer geleidelijke overgang naar een nieuwe relatie met het VK gaat gepaard met fricties en aanpassingskosten. DNB ziet er samen met de Europese toezichthouders op toe dat Nederlandse financiële instellingen de impact van de Brexit in alle mogelijke scenario's in kaart brengen en tijdig maatregelen treffen. Het uitstellen van dergelijke maatregelen is riskant, ook nu de partijen een voorlopig akkoord hebben gesloten over een transitieperiode. Nederland behoort immers tot de EU-landen met sterke handels- en financiële betrekkingen met het VK, mede door de open economie en de grote financiële sector.

Figuur 1 Beleids- en geopolitieke onzekerheidsindices en VIX-index

Indices; gemiddelde in de periode januari 1997-maart 2018 = 100.



Bron: Baker, Bloom en Davis (2015); Caldara en Iacoviello (2018) en Thomson Reuters.

Toelichting: Beleidsonzekerheid is de *Economic Policy Uncertainty* index berekend door Baker, Bloom en Davis (2015), waarbij de mate van beleidsonzekerheid wordt gemeten door de frequentie waarin bepaalde woordcombinaties voorkomen in belangrijke kranten. Geopolitieke onzekerheid is de *Geopolitical Risk* index berekend door Caldara en Iacoviello (2018). De frequentie waarmee aan geopolitieke spanningen wordt gerefereerd in kranten bepaalt de hoogte van deze index. De volatiliteit wordt gemeten met de VIX-index. Weergegeven zijn de gemiddelde waarden in het afgelopen jaar (gemiddelde april 2017 - maart 2018), ten opzichte van de gemiddelden over de periode januari 1997-maart 2018 (lijn).

Ondertussen staan monetaire beleidsmakers voor de uitdaging om het buitengewoon ruime monetaire beleid af te bouwen. Door het krachtige economische herstel en het verbeterde inflatiebeeld verdwijnt de noodzaak voor uitzonderlijke monetaire impulsen. In de Verenigde Staten is de uitfasering van het ruime monetaire beleid inmiddels ingezet. De Amerikaanse beleidsrente is in maart 2018 verhoogd naar een bandbreedte van 1,5 - 1,75% en het Amerikaanse stelsel van centrale banken (Fed) is in oktober 2017 begonnen met de afbouw van haar omvangrijke balans. In het eurogebied daarentegen staat de beleidsrente nog steeds op 0%, is het depositotarief negatief en loopt het opkoopprogramma in ieder geval tot september 2018 door. Wel heeft de ECB besloten de maandelijkse obligatieaankopen te verlagen van netto EUR 60 miljard naar netto EUR 30 miljard. Ook in het eurogebied is het afbouwen van het uitzonderlijke monetaire beleid op termijn echter noodzakelijk.

Het huidige ruime monetaire beleid gaat gepaard met toenemende financiële stabiliteitsrisico's. Naarmate financiële condities langer ruim blijven, verliezen huishoudens, bedrijven en overheden niet alleen de prikkel om bestaande schulden omlaag te brengen, maar ontstaan tevens prikkels die aanzetten tot overmatige schuldopbouw. Ook heeft het ruime monetaire beleid verstorende effecten op financiële markten. Zo wakkeren de uitzonderlijke monetaire impulsen een zoektocht naar rendement aan, wat de beprijzing van risico's verstoort. Dit uit zich bijvoorbeeld in de sterk gedaalde risicopremies op *high yield* bedrijfsobligaties (zie paragraaf

4

'Financiële markten'). Bovendien wordt de marktvolatiliteit gedrukt door het ruime monetaire beleid, waardoor risico's worden onderschat en de zoektocht naar rendement wordt versterkt. Sterke en langdurige monetaire stimulering is daarnaast ook voor de reële economie schadelijk, doordat het proces van creatieve destructie erdoor wordt belemmerd. In een omgeving met ruime financiële condities overleven zwakke bedrijven relatief makkelijk dankzij goedkope financiering. Een toename van het aantal zwakke bedrijven kan echter een efficiënte allocatie van productiefactoren verminderen. Het doorrollen van leningen aan zogenoemde zombiebedrijven gaat namelijk ten koste van kredietverlening aan gezonde of nieuwe, innovatieve bedrijven. Hierdoor stroomt er dus relatief veel kapitaal naar minder productieve bedrijven. Onderzoek van de OESO toont aan dat een groter aandeel van zwakke bedrijven in de economie gepaard kan gaan met lagere investeringen en lagere productiviteitsgroei.³ De reële economie ondervindt bovendien schade wanneer de langdurige ruime financiële condities leiden tot uitstel van noodzakelijke structurele hervormingen.

[De hoge schuld niveaus bemoeilijken het afbouwen van het uitzonderlijk ruime monetaire beleid.](#) Volgens schattingen van de BIS bedroeg de schuld van de niet-financiële sector medio 2017 ruim 240% van het geaggregeerde bruto binnenlands product (bbp), tegenover bijna 210% in 2007.⁴ Terwijl in de opkomende landen vooral de private schuld sterk is opgelopen sinds de crisis, is in de ontwikkelde landen met name de publieke schuld toegenomen (Figuur 2). Tegen de achtergrond van deze hoge schuld niveaus dient het afbouwen van het monetaire beleid zorgvuldig plaats te vinden.

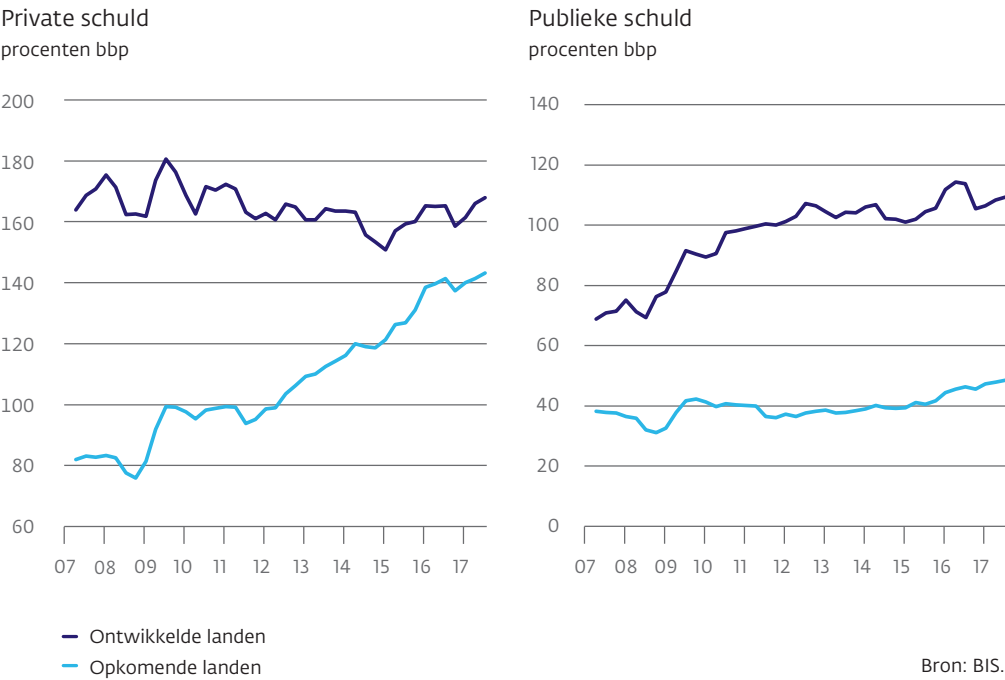
[Hoge schulden maken bedrijven in opkomende landen kwetsbaar.](#) Ondanks de gunstige financieringscondities zijn de rente- en aflossingsverplichtingen op private schuld in een aantal opkomende landen flink opgelopen. Vooral in China, Turkije en Rusland bevinden de financieringslasten zich op historisch hoge niveaus. In de opkomende landen financieren bedrijven zich meer met schuld dan huishoudens: in 2017 bedroeg de schuldquote van bedrijven 104% van het bbp in deze landen, tegenover 38% van het bbp voor huishoudens. Wanneer de financieringscondities verslechteren, kunnen deze bedrijven geconfronteerd worden met fors hogere financieringslasten. Bedrijven die schulden in buitenlandse valuta zijn aangegaan en het valutarisico niet hebben afgedekt, zijn bovendien kwetsbaar voor wisselkoersschommelingen. Vooral in Turkije is een groot deel van de schuld in buitenlandse valuta gedenomineerd.

[In het eurogebied zijn overheidsschulden sinds de crisis maar beperkt teruggebracht.](#) In het eurogebied is de overheidsschuld vooral in de periode 2007-2012 sterk opgelopen (Figuur 3). Deze scherpe stijging hangt samen met noodzakelijke ingrepen in de financiële sector en de diepe recessie na de financiële en Europese schulden crises. Slechts enkele overheden hebben sindsdien hun schulden teruggebracht (Figuur 3). Gunstige marktomstandigheden hebben de

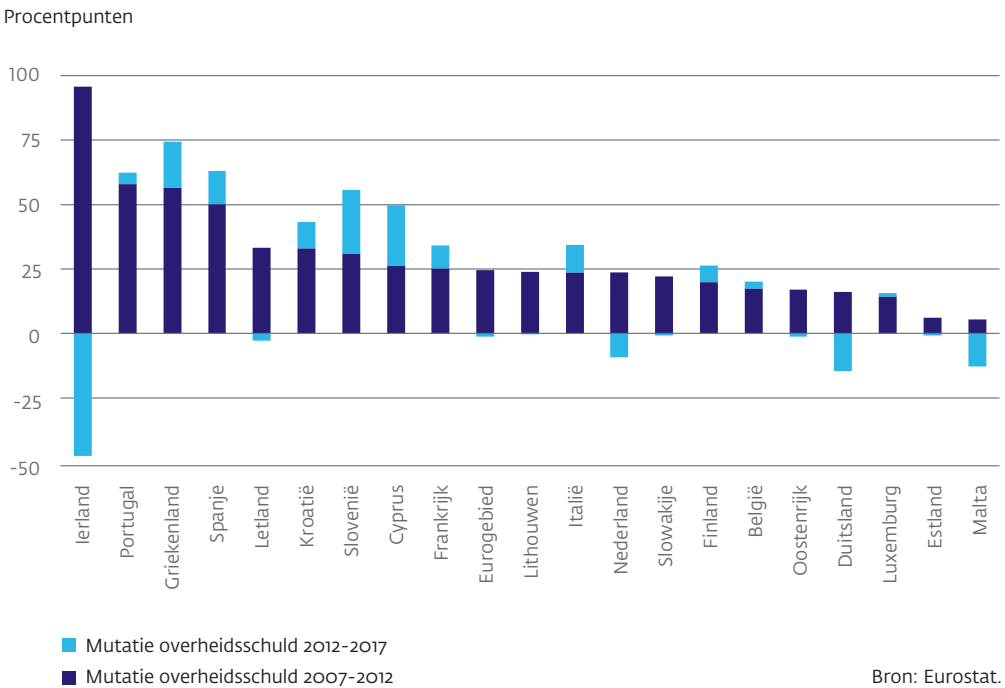
³ Zie McGowan, M.A., D. Andres en V. Millot, (2017), *The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries*, OECD Economics Department Working Papers, No. 1372.

⁴ De cijfers van de BIS hebben betrekking op 44 landen, zowel ontwikkelde als opkomende economieën.

Figuur 2 Private en publieke schuldratio's in ontwikkelde en opkomende landen



Figuur 3 Mutatie overheidsschuld in landen eurogebied



6

financiering van overheidsschuld in de ontwikkelde landen gefaciliteerd. Zo zijn CDS-premies en rentes in de afgelopen jaren sterk gedaald. Sommige overheden, waaronder de Nederlandse, hebben hierdoor obligaties met zeer lage of zelfs negatieve effectieve rentes kunnen uitgeven. Daarnaast zijn de afgelopen jaren meer obligaties met langere looptijden uitgegeven, waardoor de gemiddelde resterende looptijd van de uitstaande schuld is gestegen.

Binnen het eurogebied blijft de schulddynamiek voor overheden met hoge schulden kwetsbaar.

Griekenland, Italië, Portugal, België en Cyprus hadden eind 2017 een overheidsschuld van meer dan 100% van het bbp, terwijl die van Frankrijk en Spanje hier maar net onder lag. Bovendien moet een aantal van deze kwetsbare landen op relatief korte termijn een aanzienlijk deel van hun overheidsschuld herfinancieren. In Italië, Spanje en Frankrijk bijvoorbeeld loopt meer dan een vijfde van de schuld binnen twee jaar af.⁵ Doorrekeningen van de ECB laten zien dat in de landen met de hoogste schuldniveaus de gemiddelde financieringskosten voor de overheid sneller zullen toenemen dan in landen met een lager schuldniveau.⁶

De negatieve wisselwerking tussen banken en overheden kan opnieuw gaan opspelen.

Met name in Italië, Spanje en Portugal leunen overheden nog steeds sterk op de eigen bankensector voor de financiering van hun overheidsschuld.⁷ Wanneer de risicopremies op staatspapier sterk oplopen, kan dat doorwerken naar de financiële sector in die landen, via verliezen op beleggingsportefeuilles. Om deze negatieve wisselwerking tussen overheden en banken te doorbreken, is het wenselijk de huidige voorkeursbehandeling van overheidsschuld in het kapitaalraamwerk van banken uit te faseren.⁸ Ook concentratielimieten kunnen de uitzettingen van banken op de overheid beperken.

Ook het versterken van de Europese bankenunie beperkt de verwevenheid tussen banken en overheden.

Door het prudentiële toezicht en de omgang met falende banken op Europees niveau te beleggen is de kans verkleind dat problemen in de nationale bankensector leiden tot problemen in de overheidsfinanciën. De bankenunie is echter nog niet af. Naast de totstandkoming van een Europees depositogarantiestelsel, is het van belang dat het gemeenschappelijke Europese resolutiekader verder wordt geoperationaliseerd. De recente ervaringen met falende banken bevestigen het belang van de aanwezigheid van voldoende verliesabsorberend vermogen. Hier moeten echter nog behoorlijke stappen worden gezet.⁹

Hoewel de weerbaarheid van Europese banken is verbeterd, blijft een deel van de Europese bankensector met structurele zwakheden kampen. Sinds de crisis hebben Europese banken hun kapitaalpositie met gemiddeld 750 basispunten verbeterd. Wel zijn er flinke verschillen tussen landen (Figuur 4). Ondanks de verbeterde kapitalisatie kampt een aanzienlijk deel

⁵ ECB, *Government Finance Statistics*.

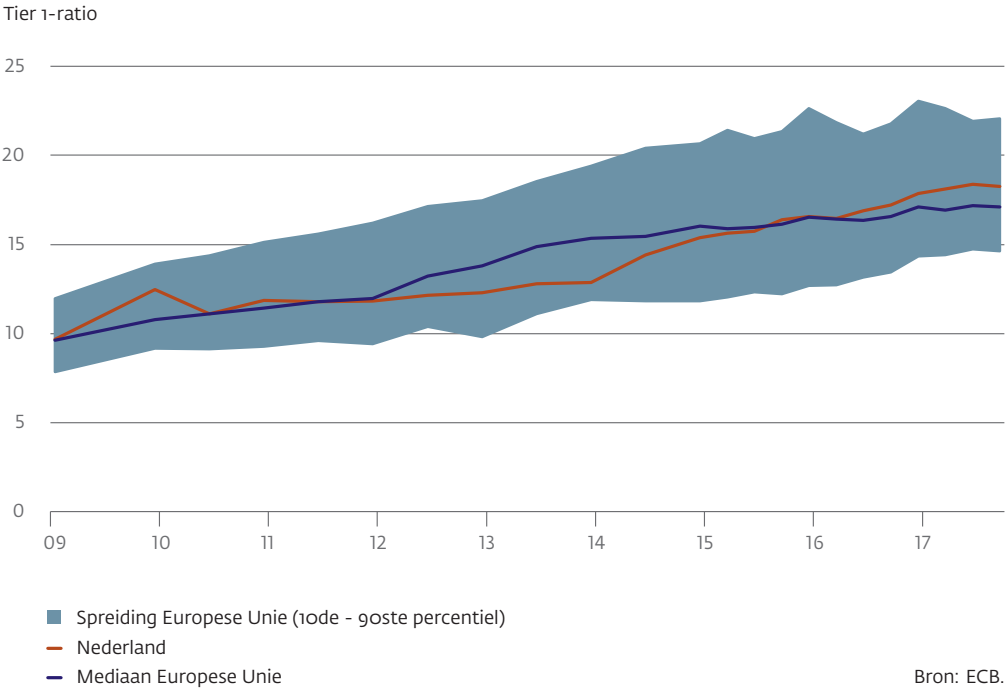
⁶ ECB (2017), *Financial Stability Review*, november.

⁷ DNB (2017), *Overzicht Financiële Stabiliteit*, najaar.

⁸ Basel Committee on Banking Supervision (2017), *The regulatory treatment of sovereign exposures*, december.

⁹ Volgens schattingen van de Single Resolution Board (SRB) hadden Europese banken eind 2016 nog EUR 117 miljard EUR nodig om aan de *Minimum Requirements on Eligible Liabilities* (MREL) eisen te voldoen.

Figuur 4 Kapitaalratio's banken in Europese Unie en Nederland



van de Europese bankensector met structurele zwakheden. Dit betreft in de eerste plaats de vele problemleningen op de bankbalansen in sommige landen: in Griekenland en Cyprus bijvoorbeeld bestaan nog steeds meer dan 30 procent van de leningen uit problemleningen. Hoewel recent vooruitgang wordt geboekt met het reduceren van de hoeveelheid problemleningen, verschilt het tempo waarin problemleningen worden teruggebracht behoorlijk tussen landen. Daarnaast kampt de bankensector in sommige landen met hoge operationele kosten, die de winstgevendheid onder druk zetten.

Bazel 3.5 dient tijdig en volledig in Europese wet- en regelgeving te worden geïmplementeerd.

In december 2017 is overeenstemming bereikt over een nieuw kapitaalraamwerk voor banken (Bazel 3.5).¹⁰ Met dit akkoord komt er meer eenheid in de manier waarop banken hun kapitaalbuffers berekenen. Dit draagt bij aan het vertrouwen in de risicogewogen kapitaalratio's van banken als indicator voor de kredietwaardigheid van banken. Het akkoord voorziet in mondiale standaarden, die door de wetgever in wet- en regelgeving worden omgezet. Voor Nederland gebeurt dit in de Europese Unie. Omwille van de geloofwaardigheid van de Bazelse standaarden en een gelijk internationaal speelveld, is het belangrijk dat het akkoord volledig en tijdig in Europese wet- en regelgeving wordt geïmplementeerd.

¹⁰ Na de financiële crisis werden in het Bazel III-akkoord van 2010 nieuwe afspraken gemaakt over een algehele verhoging van omvang en kwaliteit van het kapitaal dat banken moeten aanhouden. Al snel bleek echter een aanvulling wenselijk. Dit heeft in Bazel 3.5 zijn beslag gekregen.

Technologische innovatie en toegenomen digitalisering stellen de Europese bankensector op de proef. Technologische vernieuwing neemt een hoge vlucht in de financiële sector. Hoewel innovatie tot meer concurrentie in de financiële sector kan leiden, met positieve gevolgen voor onder meer de diversiteit en de productiviteit in de sector en de keuzemogelijkheden voor consumenten, kan technologische vernieuwing ook tot risico's voor financiële instellingen leiden. Zo vergroot de aanhoudende digitalisering de kwetsbaarheid van de financiële sector voor cyberaanvallen. Als gevolg van zogenoemde DDoS-aanvallen deden zich begin 2018 diverse storingen bij grote Nederlandse banken voor. Hoewel de financiële stabiliteit hierbij niet in het geding is geweest, illustreren deze aanvallen de kwetsbaarheid van het bankwezen voor cyberaanvallen. Financiële instellingen moeten dan ook voortdurend investeren in hun cyberveerkracht. De toegenomen cyberdreiging vraagt bovendien om een intensivering van de samenwerking tussen de financiële sector, andere vitale sectoren en publieke autoriteiten. Naast het toezicht op de informatiebeveiliging bij financiële instellingen heeft DNB samen met de sector het *Threat Intelligence Based Ethical Red-Teaming* (TIBER) programma opgezet. In het TIBER-programma worden gecontroleerde aanvalstesten uitgevoerd op de instellingen van de financiële kerninfrastructuur, met als doel de collectieve cyberveerkracht te vergroten.

Klimaatverandering en de energietransitie kunnen de financiële sector in sterke mate raken.¹¹

De impact van klimaatveranderingen op de financiële sector is veelzijdig. Zo kunnen fysieke manifestaties van klimaatverandering, zoals storm of hagel, de resultaten van schadeverzekeraars negatief beïnvloeden door een hoger dan verwachte schadelast. Daarnaast kan de financiële sector gevolgen ondervinden van de transitie naar een CO₂-neutrale economie. Afwaarderingen van vorderingen op CO₂-intensieve bedrijven kunnen bijvoorbeeld leiden tot vermogensverliezen in de financiële sector. De exacte gevolgen van klimaatverandering en de energietransitie voor de financiële sector zijn ongewis. Om meer inzicht hierin te krijgen, verankert DNB klimaatrisico's steviger in haar toezicht. In dat kader ontwikkelt DNB klimaatstresstesten om de gevolgen van klimaatrisico's in kaart brengen. Zo is in 2017 een klimaatgerelateerde stresstest uitgevoerd bij schadeverzekeraars en is een stresstest in ontwikkeling die de mogelijke gevolgen van de energietransitie voor de grote Nederlandse financiële instellingen in kaart brengt.¹²

Financiële markten

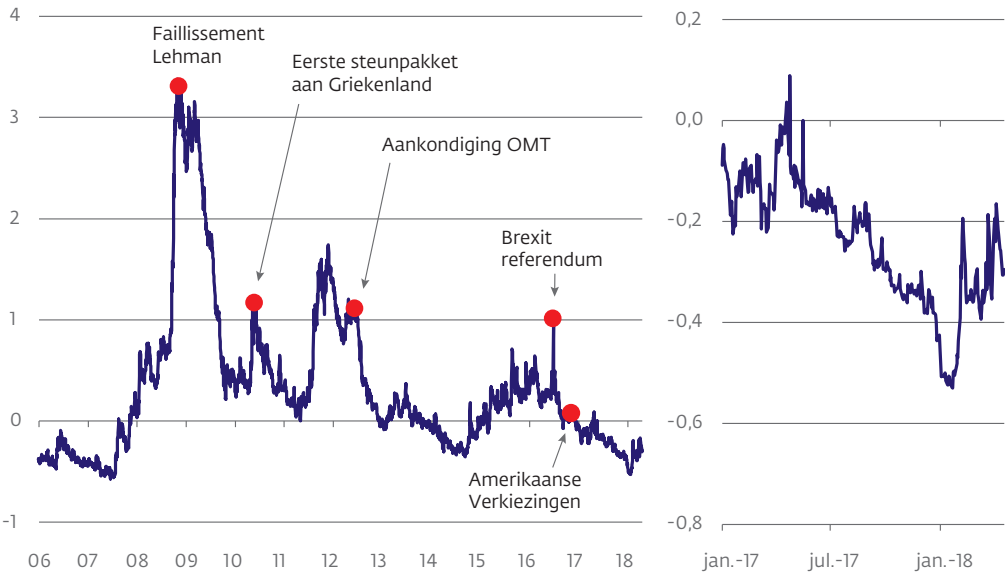
De stress op financiële markten blijft laag, ondanks een lichte toename in de afgelopen maanden.

De financiële stress is de afgelopen jaren afgenomen, maar veerde onlangs onder invloed van scherpe koersschommelingen op aandelenmarkten kortstondig op (Figuur 5). Tussen 26 januari en 8 februari vonden scherpe neerwaartse correcties op aandelenmarkten plaats. Zo verloren de S&P 500 en de Nikkei in die periode ruim 10% van hun waarde, de AEX

¹¹ DNB (2017), *De Nederlandse financiële sector veilig achter de dijken? Een nadere verkenning naar klimaatgerelateerde financiële risico's*.

¹² DNB (2017), *Schadeverzekeraars relatief goed bestand tegen stress*, Nieuwsbericht, 19 december.

Figuur 5 Financiële stressindex



Toelichting: De stressindex is gebaseerd op indicatoren van voor Nederland relevante financiële markten en een index van de gezondheid van financiële instellingen.

circa 8% en de Eurostoxx 600 7%. De neerwaartse correctie werd geïnitieerd door een versnelling van de loongroei in de Verenigde Staten, waardoor financiële markten op een snellere monetaire verkrapping door de Fed gingen rekenen. Begin april nam de volatiliteit op aandelenmarkten opnieuw sterk toe, mede door toenemende zorgen over een handelsoorlog.

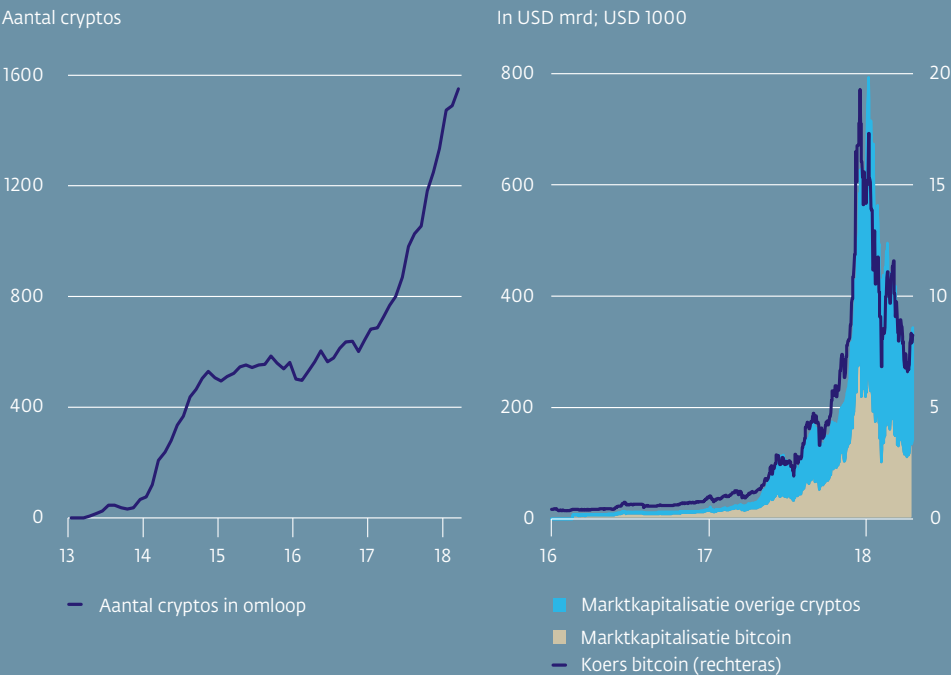
De zoektocht naar rendement op financiële markten blijft voortduren. De recente ervaringen van de volatiliteit op aandelenmarkten hebben tot dusver slechts beperkte uitstralingseffecten naar andere financiële markten gehad. Dat de bereidheid om risico's te nemen hoog blijft, is vooral zichtbaar in de meer risicovolle segmenten van obligatiemarkten. Zo bevinden de risicopremies op *high-yield* bedrijfsobligaties zich op een laag niveau en zijn de rentes op voorwaardelijk converteerbare obligaties (*contingent convertibles* – CoCos) sterk gedaald. De zoektocht naar rendement, waarbij beleggers onder invloed van de lage renteomgeving hun beleggingsportefeuilles verschuiven naar hoger renderende maar risicovollere activa, gaat daarmee onverminderd door. Ook andere markten worden hierdoor aangewakkerd, zoals markten waarop cryptos worden verhandeld (Box 2), vastgoedmarkten of de markt voor hefboomleningen.¹³

¹³ Hefboomleningen zijn leningen met een verhoogd risicoprofiel aan minder kredietwaardige bedrijven of aan bedrijven die al relatief afhankelijk zijn van schuldfinanciering. Bedrijven gebruiken deze vorm van financiering vaak om specifieke risicovolle activiteiten te financieren, zoals *leveraged buy-outs*, het verwerven van bedrijven of het terugkopen van aandelen.

Box 2 Volatiele cryptomarkten vooralsnog geen bedreiging voor de financiële stabiliteit

Cryptos zijn bedacht en ontwikkeld om buiten het bestaande geldstelsel waarde over te dragen op basis van cryptografie zonder tussenkomst van derden zoals (centrale) banken. De handel in cryptos heeft het afgelopen jaar het brede publiek bereikt. Onder invloed van een explosieve prijsontwikkeling is de marktkapitalisatie van cryptos in korte tijd flink toegenomen. Eind 2017 bedroeg de totale marktwaarde van cryptos bijna 800 miljard dollar, circa 10 procent van de marktkapitalisatie van goud en ongeveer vergelijkbaar met de marktwaarde van Apple of Google. Forse prijscorrecties aan het begin van dit jaar hebben de marktkapitalisatie van cryptos sindsdien ongeveer gehalveerd (Figuur 6).

Figuur 6 Cryptos: aantal en marktkapitalisatie



Bron: CoinMarketCap.

Ondanks hun explosieve groei en hoge volatiliteit vormen cryptos op dit moment geen bedreiging voor de financiële stabiliteit. Vergeleken met bijvoorbeeld officiële valutamarkten zoals die voor de dollar en de euro, is de omvang van de cryptomarkten nog altijd beperkt. Ook vervullen cryptos in de praktijk geen functie als valuta omdat zij geen stabiel ruilmiddel, geschikte rekeneenheid of betrouwbaar oppotmiddel zijn.

Toch zijn cryptos niet zonder risico's. Consumenten en beleggers zijn niet beschermd door regelgeving en toezicht wanneer zij cryptos aanhouden of verhandelen. Vanwege het anonieme karakter van cryptos ontstaan bovendien risico's met betrekking tot witwassen en de financiering van illegale activiteiten, bijvoorbeeld wanneer cryptos worden ingewisseld voor euro's en omgekeerd. Toezichthouders hebben daarom het publiek en de financiële sector meermalen gewaarschuwd voor de risico's van cryptos.

De onstuimige ontwikkeling van cryptos heeft wereldwijd de aandacht getrokken van toezichthouders en beleidsmakers. Zo is tijdens de G20-bijeenkomst in maart 2018 uitvoerig gesproken over de risico's van cryptos.¹⁴ Voor toezichthouders is het van belang cryptomarkten en de ontwikkeling van afgeleide producten nauwgezet te blijven monitoren. Het grensoverschrijdende karakter van de markt vraagt bovendien om een internationale aanpak. In Europa worden de eerste stappen naar een passend regelgevend kader gezet, door cryptobeurzen en uitgevers van elektronische portemonnees binnen de reikwijdte van de Europese anti-witwasrichtlijn te brengen.

De sterk groeiende omvang van de markt voor hefboomleningen (*leveraged loans*) illustreert een toenemende bereidheid van beleggers om grotere risico's te nemen. Inmiddels ligt de uitgifte van *leveraged loans* in Europa op een vergelijkbaar niveau als voor de crisis en in de VS zelfs op een hoger niveau, terwijl leenvoorwaarden verder worden versoepeld. Zo bestaat in de VS momenteel 70% van de hefboomleningen uit *covenant lite* leningen (leningen met een structuur die beleggers minder garanties biedt en een hogere hefboom toestaat), tegenover 30% voor de crisis. Hoewel de uitzettingen van banken op hefboomleningen nog relatief beperkt zijn (ruim 4% van de uitzettingen van banken in het eurogebied aan bedrijven betreft een hefboomlening), zijn er indicaties dat niet-bancaire beleggers in toenemende mate bereid zijn deze vorm van financiering te verschaffen om rendement te behalen.¹⁵ Dit stimuleert vervolgens bedrijven weer om deze leningen met een verhoogd risicoprofiel uit te blijven geven.

Hoge waarderingen kunnen nieuwe marktcorrecties uitlokken. Mede onder invloed van de zoektocht naar rendement en de verbeterde macro-economische omgeving zijn diverse vermogenstitels de afgelopen jaren scherp in prijs gestegen, soms tot boven hun fundamentele waarden. Koers-winstverhoudingen van Amerikaanse aandelen liggen bijvoorbeeld ver boven hun langjarige gemiddelde, terwijl de risicopremies op Europese bedrijfsobligaties zich op een uitzonderlijk laag niveau bevinden (Figuur 7). Hoewel het sentiment op de financiële markten nog steeds gunstig is, valt een omslag niet uit te sluiten. De aanleiding voor een dergelijke omslag kan bijvoorbeeld voortkomen uit onverwachte aanpassingen van het monetaire beleid,

¹⁴ Zie <https://www.g20.org/en/press/press-kit/press-releases/communique-first-g20-meeting-finance-ministers-and-central-bank> voor het Communiqué.

¹⁵ IMF (2018), *Global Financial Stability Report*, april.

12 **Figuur 7 Rendement op Europese obligaties en koers-winstverhouding aandelen**



oplopende geopolitieke spanningen of een escalerende handelsoorlog. Wanneer beleggers opeens minder bereid zijn om risico's te nemen, kan dit tot sterk stijgende risicopremies leiden. Vooral vermogenstitels waarvan de waarderingen sterk afwijken van onderliggende fundamentele factoren, kunnen hierbij hard geraakt worden.

Markten zijn vatbaar voor zelfversterkende mechanismen. Wanneer het marktsentiment eenmaal omslaat, is er een aantal factoren die prijscorrecties op financiële markten kunnen versterken. Ten eerste spelen beleggingsfondsen een steeds grotere rol in het mondiale financiële stelsel.¹⁶ Vooral zogenoemde open einde beleggingsfondsen zijn kwetsbaar voor liquiditeitsrisico en kunnen bij een marktcorrectie worden gedwongen hun posities te liquideren (*fire sales*). Hiermee kan een reeds ingezette prijscorrectie verder worden versterkt, wat vervolgens andere beleggers ertoe kan aanzetten hun inleg op te eisen. Ook de toenemende rol van passieve beleggingsstrategieën is van belang. Een verschuiving naar een meer passief vermogensbeheer kan leiden tot zelfversterkende effecten door terugtrekkende beleggers,

¹⁶ Volgens recente schattingen van de *Financial Stability Board* (FSB) is het balanstotaal van de beleggingsfondsen in 2016 met bijna 9% gegroeid en maken beleggingsfondsen ruim 11% van de mondiale financiële sector uit.

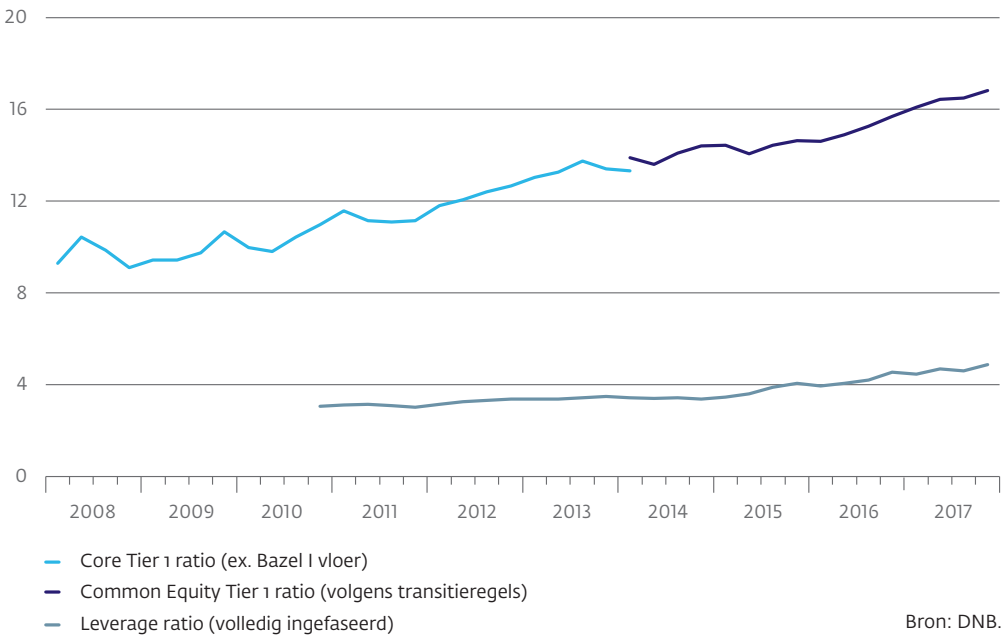
doordat de liquiditeit in de onderliggende markt te beperkt is in verhouding tot de uitstroom. Tot slot hebben de afgelopen jaren beleggingsstrategieën die gebaseerd zijn op de huidige lage volatiliteit aan populariteit gewonnen. Naar schatting bereikte de totale marktomvang van op lage volatiliteit gerichte strategieën in oktober 2017 500 miljard dollar.¹⁷ Wanneer de volatiliteit op financiële markten echter toeneemt, kan een grootschalige herbalancering van portefeuilles de neerwaartse marktbeweging versterken, zoals begin februari te zien was.

Financiële sector in Nederland

De financiële weerbaarheid en de winstgevendheid van de Nederlandse bankensector zijn in de afgelopen jaren flink versterkt. De risicogewogen kapitaalratio en de ongewogen *leverage* ratio van de Nederlandse bankensector zijn de afgelopen jaren duidelijk gestegen (Figuur 8). Onder invloed van de gunstige conjunctuur is ook de winstgevendheid van de meeste Nederlandse

Figuur 8 Kapitaalratio's Nederlandse banken

Procenten risico gewogen activa; procenten totale uitzettingen



Toelichting: De *Common Equity Tier 1* ratio is de verhouding tussen het *Common Equity Tier 1*-kapitaal en de risico gewogen activa van een bank; de *leverage* ratio is de verhouding tussen het Tier 1-kapitaal en de totale uitzettingen.

17 Luijendijk en De Vette (2018), *Lage volatiliteit is lucratief, maar hoe lang nog?*, ESB.

banken sinds 2015 weer aangetrokken. Voor de Nederlandse bankensector als geheel bedroeg het rendement op het eigen vermogen in 2017 bijna 9%, vergeleken met ruim 6% gemiddeld in de periode 2010-2017. Hiermee is de Nederlandse bankensector aanzienlijk winstgevender dan gemiddeld in Europa. Dit hangt mede samen met de sterke kwaliteit van de activa van Nederlandse banken: Nederlandse banken hebben vergeleken met andere Europese banken relatief weinig problemleningen. Daarnaast zijn onder invloed van dalende markttrentes de netto rente-inkomsten van Nederlandse banken de afgelopen jaren duidelijk opgelopen.¹⁸ Tot slot is de efficiëntie bij de grootbanken de afgelopen jaren gestaag verbeterd.

De Nederlandse grootbanken voldoen al in hoge mate aan de hogere kapitaaleisen van Bazel 3.5.

Indien het Bazelse akkoord volledig en tijdig wordt geïmplementeerd in Europa, dan zal dit voor Nederlandse grootbanken tot hogere kapitaaleisen leiden. Vooral de aanscherping dat de kapitaalvereisten van een bank bij het gebruik van interne modellen nooit lager mogen zijn dan 72,5% van de kapitaalvereisten volgens de standaardbenaderingen (de zogenoemde *output floor*) is van belang. De vloer raakt Nederlandse banken onder meer door de omvangrijke hypotheekportefeuilles.¹⁹ Banken voldoen al in hoge mate aan de hogere kapitaaleisen. Bovendien worden de nieuwe eisen geleidelijk van kracht gedurende een ruime transitieperiode.

De weerbaarheid van de Nederlandse bankensector kan verder worden versterkt. In de eerste plaats is de *leverage* ratio (de ratio die aangeeft in welke mate een bank met eigen vermogen is gefinancierd) in internationaal perspectief laag.²⁰ Ten tweede zijn Nederlandse banken relatief afhankelijk van marktfinanciering, wat hen kwetsbaar maakt voor herfinancieringsrisico. Hoewel het depositofinancieringsgat significant is teruggebracht in de afgelopen jaren, bedroeg deze eind 2017 nog steeds 136%. Ten derde is het Nederlandse bankwezen groot en zeer geconcentreerd. De totale activa van de Nederlandse bankensector is ruim drie keer de omvang van de Nederlandse economie, waarbij de vijf grootste banken 85% van de bankensector voor hun rekening nemen. Positief is dat de concurrentie op deelmarkten wel toeneemt, zoals bijvoorbeeld op de hypotheekmarkt. Tot slot is de diversiteit van de Nederlandse bankensector de afgelopen jaren afgenomen, mede door aanscherpingen in de wet- en regelgeving. Waar voor de crisis nog sprake was van belangrijke verschillen tussen Nederlandse banken ten aanzien van activiteiten en geografische focus, zijn Nederlandse banken zich sinds de crisis banken eenzijdiger op Nederland en op rentebaten gaan richten. Hierdoor zijn ze gevoeliger geworden voor ontwikkelingen in de Nederlandse economie en voor de ontwikkelingen in de rente.

¹⁸ Bij een rentedaling nemen de financieringslasten over het algemeen immers sneller af dan de rente-inkomsten op uitstaande leningen. Banken dekken dit renterisico deels af, zie DNB (2017), *Overzicht Financiële Stabieleit*, voorjaar.

¹⁹ De toepassing van de Bazelse standaardbenadering leidt namelijk tot een duidelijk hogere risicoweging dan de toepassing van interne modellen, waarvan de uitkomsten gebaseerd zijn op de historisch lage verliezen op de Nederlandse hypotheekportefeuilles.

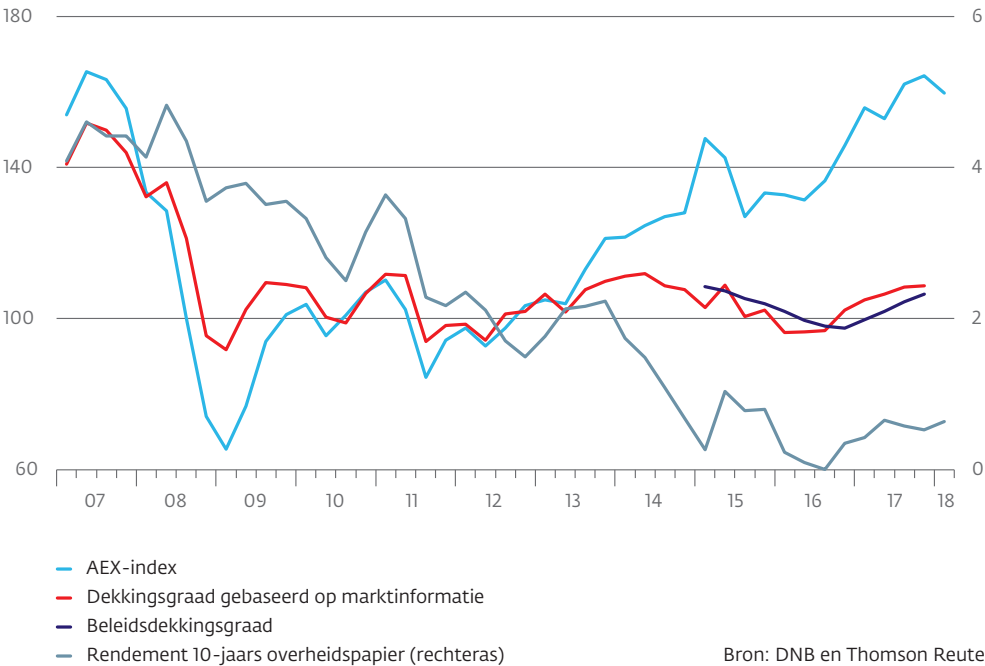
²⁰ Zie bijvoorbeeld IMF (2018), *Kingdom of the Netherlands: Concluding Statement of the 2018 Article IV Consultation*, 28 February.

Mede vanwege de kwetsbare toestand van de verzekeringssector is besloten tot implementatie van een nationaal herstel- en resolutieraamwerk voor verzekeraars. Het wetsvoorstel is eind november 2017 bij de Tweede Kamer ingediend en voorziet DNB van nieuwe instrumenten en bevoegdheden om in te kunnen grijpen bij verzekeraars die failliet dreigen te gaan. Hierdoor kunnen verzekeraars bij financiële problemen op een goede manier worden afgewikkeld en worden polishouders en de financiële stabiliteit beter beschermd. Volgens het wetsvoorstel moeten de meeste middelgrote en grote verzekeraars elke drie jaar een voorbereidend crisisplan opstellen waarin ze aangeven wat ze zullen doen als hun financiële positie sterk verslechtert. DNB zal vervolgens voor grotere verzekeraars afwikkelplannen maken. Het opstellen van deze plannen draagt bij aan de weerbaarheid van deze instellingen.

De financiële positie van Nederlandse pensioenfondsen is nog niet op het niveau van vóór de crisis. De financiële positie van pensioenfondsen is in de afgelopen jaren onder invloed van de financiële crisis, de trendmatige daling van de rente en de toename van de levensverwachting verslechterd. In 2017 trad evenwel een aanzienlijke verbetering op: de beleidsdekkingsgraad steeg afgelopen jaar met 9 procentpunt, naar 106%. Zowel de hogere rente, waarmee de waarde van de pensioenverplichtingen moet worden berekend, als de koersstijgingen op aandelenmarkten droegen hieraan bij (Figuur 9). Ondanks de verbetering ligt de dekkingsgraad nog ver onder het niveau van vóór de crisis.

Figuur 9 Dekkingsgraad pensioenfondsen, AEX-index en rendementen

AEX: index (2008K3=100); dekkingsgraden in procenten; rendement in procenten per jaar



Gevolgen van een rentestijging voor Nederlandse bedrijven, huishoudens en de financiële sector

Een stijging van markttrentes ligt in het verschiet. Hoewel de mondiale economische groei aantrekt, bevinden markttrentes zich nog op een laag niveau. Tegen deze achtergrond is het aannemelijk dat zich in de toekomst een rentestijging gaat voordoen. Hogere markttrentes kunnen het gevolg zijn van een normalisatie van het monetaire beleid en verbeterde macro-economische vooruitzichten, maar ook van hogere risicopremies door toegenomen onzekerheid bij financiële marktpartijen. Die toegenomen onzekerheid kan voortkomen uit een plotseling veranderde verwachting over het monetaire beleid, maar ook veroorzaakt worden door bijvoorbeeld oplopende geopolitieke spanningen of een escalerende handelsoorlog. In deze paragraaf worden de gevolgen van rentestijging voor Nederlandse bedrijven en huishoudens en voor Nederlandse financiële instellingen in kaart gebracht.

Impact op Nederlandse bedrijven en huishoudens

Wanneer de rente stijgt, zal dit op termijn resulteren in hogere rentelasten voor bedrijven en huishoudens. Hoe snel een rentestijging doorwerkt op de rentelasten van bedrijven en huishoudens, hangt in belangrijke mate af van de rentevaste periode van de aan hen verstrekte financiering. Bezien vanuit de bancaire kredietverlening worden bedrijven gemiddeld sneller geraakt door een rentestijging dan huishoudens.²¹ Voor bijna 50 procent van het uitstaande bancaire krediet aan niet-financiële bedrijven loopt de rentevaste periode binnen één jaar af (Figuur 10).

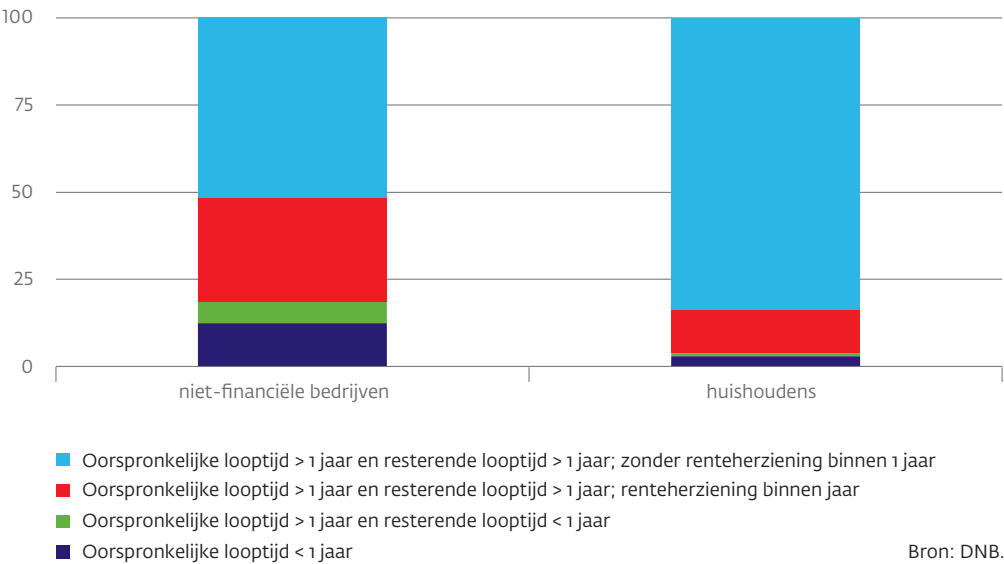
Mede door de heterogene financieringsstructuur van het Nederlandse bedrijfsleven loopt de impact van een rentestijging sterk uiteen. Terwijl het Nederlandse midden- en kleinbedrijf vooral is aangewezen op bancaire kredietverlening, hebben grotere bedrijven ook toegang tot alternatieve financieringsbronnen, zoals onderhandse leningen of de uitgifte van schuldbewijzen. Macro gezien financieren Nederlandse financiële instellingen 45% van de Nederlandse bedrijfsschuld, terwijl 10% van de schuld wordt gefinancierd door uitgifte van schuldbewijzen (Figuur 11 – links). De relatieve rentegevoeligheid van marktfinanciering ten opzichte van bankfinanciering is aan twee tegengestelde factoren onderhevig. Enerzijds zijn er indicaties dat de kosten en de beschikbaarheid van marktfinanciering rentegevoeliger zijn dan bankfinanciering.²² Anderzijds hebben bedrijfsobligaties veelal langere looptijden, waardoor het herfinancieringsrisico kleiner is. Zo heeft ruim 80% van de door Nederlandse bedrijven uitgegeven obligaties een looptijd langer dan één jaar in combinatie met een vaste rente (Figuur 11 – rechts).

21 Bancaire kredietverlening is niet de enige vorm van financiering. Bedrijven kunnen immers ook gebruik maken van marktfinanciering. Daarnaast neemt het aandeel van niet-banken op de hypotheekmarkt toe.

22 ECB (2018), *Financial Stability Review*, mei.

Figuur 10 Samenstelling leningenportefeuille aan bedrijven en huishoudens naar rentelooptijd

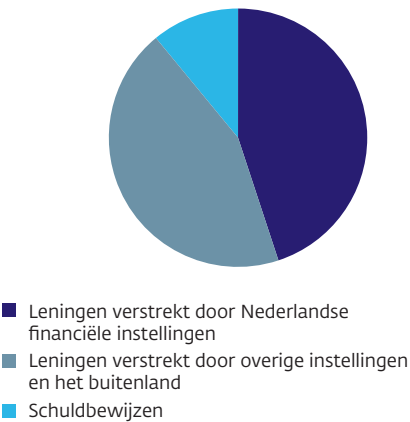
Aandeel in leningenportefeuille; februari 2018



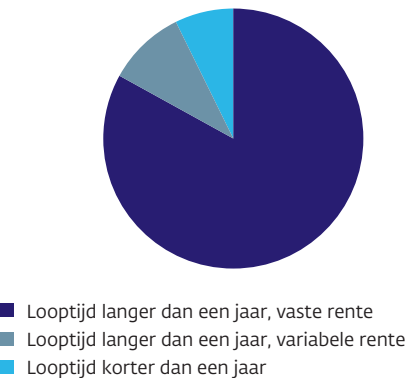
Figuur 11 Schulden Nederlandse bedrijven

Aandelen; ultimo 2017

Bedrijfsschuld



Kenmerken uitgegeven schuldbewijzen



Bron: CBS en ECB.

Voor huishoudens is het effect van een rentestijging op de toekomstige rente-uitgaven in de meeste gevallen relatief beperkt. Uit een analyse op basis van de DNB *loan level* data blijkt dat een stijging van de hypotheekrente met 250 tot 300 basispunten tot een toename van de netto hypotheekuitgaven van huishoudens leidt van gemiddeld ruim EUR 1000 per jaar.²³ Ter vergelijking: de gemiddelde jaarlijkse netto hypotheekuitgaven per huishouden bedragen op dit moment ruim EUR 6500 per jaar. Het effect verschilt daarbij echter sterk per huishouden. Zo is de toename voor 13% van de huishoudens groter dan EUR 2400 per jaar. Dit betreft echter vooral huishoudens met een relatief hoog inkomen.

Huishoudens zijn de afgelopen jaren minder gevoelig geworden voor een rentestijging doordat ze meer aflossen. Sinds 2013 geldt voor nieuwe hypotheekleningen dat ze alleen voor fiscale renteaftrek in aanmerking komen als de lening in 30 jaar volledig wordt afgelost volgens ten minste een annuïtair schema. Vooral onder starters zijn annuïtaire hypotheekleningen daardoor erg populair: het aandeel annuïtaire en lineaire hypotheekleningen in de totale hypotheekschuld is toegenomen van 2% in 2013 naar zo'n 20% op dit moment. Doordat op deze leningen gedurende de looptijd wordt afgelost, neemt de uitstaande hypotheekschuld af en daarmee de rentegevoeligheid. Daarnaast hebben met name oudere huishoudens de afgelopen jaren vrijwillig afgelost op hun hypotheek. Sinds 2013 is naar schatting ruim EUR 70 miljard vrijwillig afgelost op de uitstaande hypotheekschuld.

Ook langere rentevaste periodes dragen bij aan een verminderde kwetsbaarheid voor rentestijgingen. Huishoudens hebben de afgelopen jaren bij het afsluiten van een hypotheek steeds vaker gekozen voor een rentevaste periode van tien jaar of langer. Hoe langer de rentevaste periode, hoe beter een huishouden is beschermd tegen een rentestijging.

Voor kwetsbare groepen blijft het belangrijk rekening te houden met scenario's waarin de rente stijgt. Zowel tussen bedrijven als tussen huishoudens bestaan grote verschillen in de gevoeligheid voor rentestijgingen. Bedrijven en huishoudens doen er daarom goed aan om na te gaan welke gevolgen een stijging van de rente heeft voor de financieringslasten van hun bedrijfskrediet of hypotheek. Dit kan kwetsbare groepen de gelegenheid geven om tijdig maatregelen nemen om toekomstige problemen te voorkomen, door het opbouwen van financiële buffers. Daarbij is het eveneens van belang dat huishoudens zich ervan bewust zijn dat een rentestijging tot een daling van de huizenprijzen kan leiden (zie paragraaf 'Woningmarkt in Nederland').

²³ Hierbij is verondersteld dat de renteschok plaatsvindt in 2021 en dat bij het aflopen van de huidige rentevaste periode wordt gehercontracteerd of overgesloten tegen de dan geldende markrentes. Vrijwillige extra aflossingen en ophogingen van hypotheekleningen worden buiten beschouwing gelaten.

Impact op Nederlandse financiële sector

De winstgevendheid van banken komt in eerste instantie onder druk bij een rentestijging. Omdat aangetrokken financiering veelal een kortere rentevaste looptijd heeft dan die van verstrekte kredieten, nemen bij een rentestijging de financieringslasten voor banken over het algemeen sneller toe dan de rente-inkomsten op uitstaande leningen. Dit geldt zeker voor banken die erg afhankelijk zijn van marktfinanciering met een korte looptijd.²⁴ Hoewel banken het renterisico deels mitigeren door het afsluiten van renteswaps, zullen zij per saldo in eerste instantie nadeel ondervinden van een rentestijging.²⁵ Een rentestijging kan zich bovendien op termijn vertalen in oplopende kredietverliezen voor banken, doordat de hogere rentelasten voor bedrijven en huishoudens hun terugbetalingscapaciteit onder druk kan zetten, zeker wanneer de economische groei achterblijft. Dit kan zich op termijn vertalen in een toename van kredietverliezen voor banken.

In beginsel zal een rentestijging voor pensioenfondsen en verzekeraars positief uitpakken.

Voor pensioenfondsen en verzekeraars hangt het effect van een rentestijging af van hoe deze zich materialiseert. Wanneer de rente stijgt doordat de risicovrije rente oploopt, zullen de verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeraars afnemen, aangezien deze worden gewaardeerd op basis van de risicovrije rentecurve.²⁶ Tegelijkertijd zien pensioenfondsen en verzekeraars door de rentestijging hun vastrentende portefeuilles in waarde dalen. Omdat de verplichtingen doorgaans een langere looptijd hebben, is de afname van de verplichtingen sterker dan die van de vastrentende beleggingen. Het verschil in rentegevoeligheid tussen verplichtingen en beleggingen wordt met name door pensioenfondsen deels afgedekt.

Scherpe correcties op financiële markten kunnen pensioenfondsen en verzekeraars echter raken via verliezen op hun beleggingsportefeuilles. Wanneer de rente stijgt doordat de risicopremies op obligaties met een lagere rating sterk oplopen (een zogenaamd snapback scenario), dan kan een rentestijging tot stevige correcties op de marktwaaarde van de beleggingen van financiële instellingen leiden. Wanneer een dergelijke correctie niet samengaat met een hogere risicovrije rente, dan kan de rentestijging negatief uitpakken voor pensioenfondsen en verzekeraars. Vooral financiële instellingen met grote, en relatief risicovolle, beleggingsportefeuilles zijn kwetsbaar voor een dergelijk snapback scenario. In Nederland beleggen pensioenfondsen bijna 60% en verzekeraars bijna 50% van hun balans in aandelen en obligaties; voor banken is dit ongeveer 10%. Pensioenfondsen hanteren daarbij een relatief risicovollere beleggingsmix dan verzekeraars en banken (Figuur 12). Een doorrekening laat zien

24 Hoewel Nederlandse banken de afgelopen jaren minder afhankelijk zijn geworden van korte termijn marktfinanciering, zijn zij in internationaal perspectief nog steeds erg afhankelijk van marktfinanciering. Zo bedroeg de *loan-to-deposit* ratio van Nederlandse banken eind 2017 136%, tegenover 118% gemiddeld in Europa.

25 Op termijn ebben de negatieve effecten van een rentestijging weg, doordat de rente-inkomsten op uitstaande leningen in principe toenemen. Wel kan toenemende concurrentie van verzekeraars en pensioenfondsen de rentemarges van banken onder druk zetten.

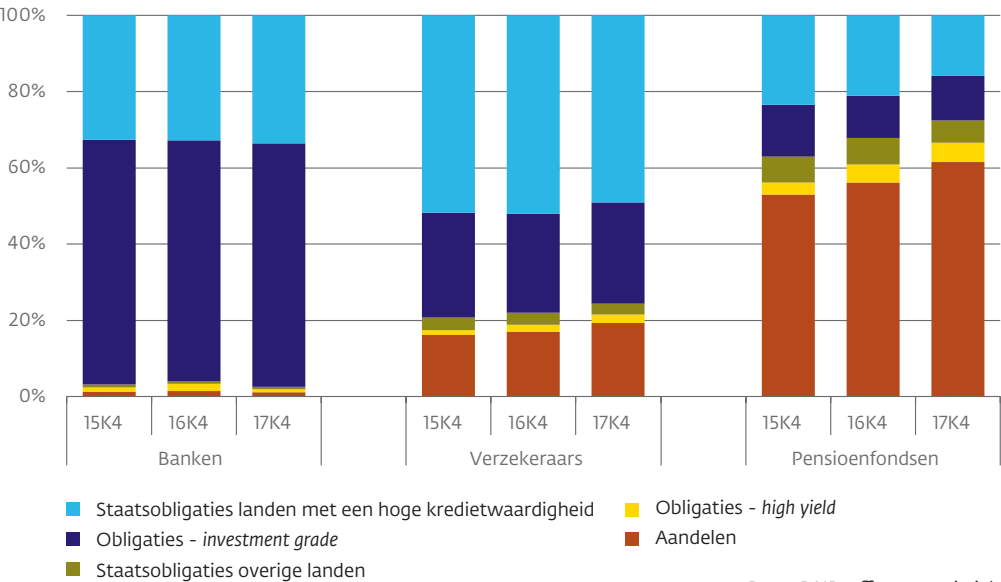
26 Dit betekent dat de verwachte toekomstige kasstromen worden verdisconteerd tegen actuele risicovrije marktrentes; voor de langlopende verplichtingen wordt gebruik gemaakt van de *Ultimate Forward Rate* (UFR).

20

dat een dergelijke schok tot een verlies van ruim 7% van het balanstotaal van Nederlandse pensioenfondsen kan leiden.^{27,28} Ook de EIOPA stresstest, die in december 2017 is gepubliceerd, laat zien dat Nederlandse pensioenfondsen erg gevoelig zijn voor schokken op financiële markten.²⁹ Voor verzekeraars leidt een dergelijke schok tot een verlies van ruim 1,5% van hun balanstotaal.

Figuur 12 Samenstelling aandelen- en obligatieportefeuille van Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen

Aandeel in totale aandelen- en obligatieportefeuille



Bron: DNB-effectenstatistiek.

Toelichting: Relatief risicovolle effecten zijn aandelen, high yield-obligaties en staatsobligaties van landen met een kredietbeoordeling van BBB+ of lager. High yield-obligaties hebben een yield boven 4,9% (2015), 4,1% (2016) en 3,7% (2017). Deze percentages corresponderen met bedrijfsobligaties die net een junk-beoordeling hebben.

27 Specifiek is verondersteld dat de spreads van A en BBB obligaties met 100 basispunten toenemen, die van obligaties minder dan BBB met 200 basispunten, en de aandelenkoersen in de VS met 25 procent dalen en in de rest van de ontwikkelde landen met 17,5 procent.

28 De impact op de dekkingsgraad is echter zeer verschillend voor pensioenfondsen. Bovendien zijn de huidige verschillen in dekkingsgraad tussen pensioenfondsen groot. Uitgaande van de huidige financiële positie zou een marktschok van deze omvang kunnen resulteren in een verwachte korting op de pensioenrechten van 0% tot bijna 9%. Voor de sector als geheel komt de verwachte korting als gevolg van deze marktschok uit op ruim 5%.

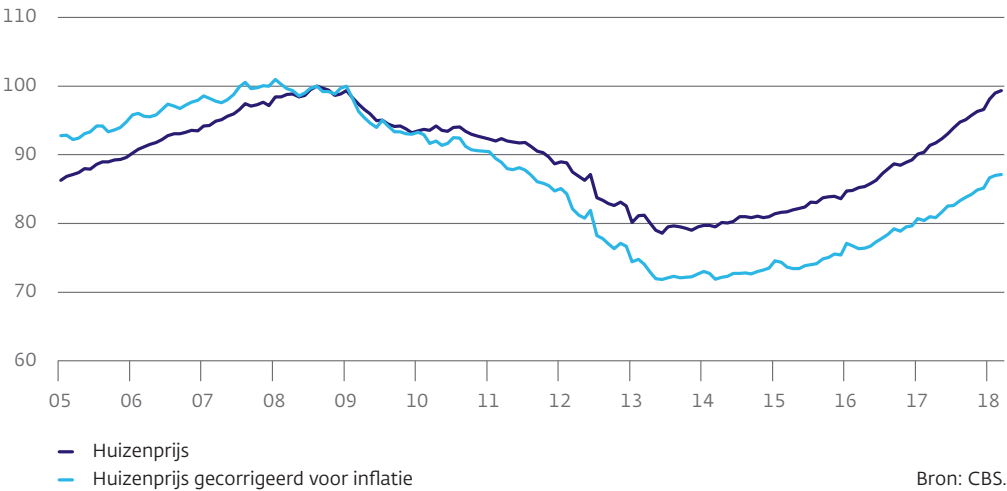
29 Zie <https://eiopa.europa.eu>.

Woningmarkt in Nederland

Huizenprijzen zijn weer terug op het recordniveau van 2008. De woningmarkt trekt hard aan en is zo goed als hersteld van de crisis. Sinds het dieptepunt in 2013 zijn de prijzen gemiddeld met 26% gestegen (Figuur 13). De reële huizenprijs, de huizenprijs gecorrigeerd voor inflatie, ligt nog wel 13% onder de piek.

Figuur 13 Nominale en reële prijsindex bestaande koopwoningen

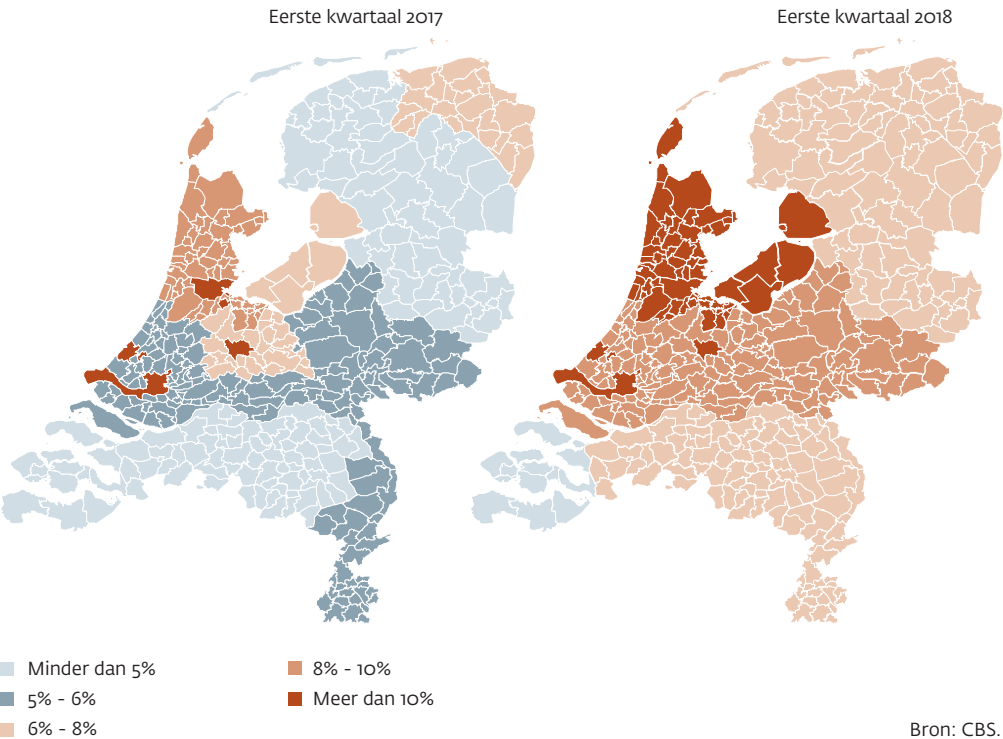
Prijsindex; augustus 2008=100



Regionaal is sprake van olievlekwerking vanuit de steden. In de vier grote steden (Amsterdam, Utrecht, Den Haag en Rotterdam) stijgen de prijzen snel. Zo zijn koopwoningen in Amsterdam in 2017 14% duurder geworden. Door de snelle prijsstijgingen ligt het prijsniveau in de grote steden momenteel alweer 22% boven de piek in 2008. De woningmarkt in de omringende regio's van de grote steden trekt nu echter ook flink aan (Figuur 14). In Noord-Holland en Flevoland lagen de prijzen van koopwoningen in het eerste kwartaal van 2018 meer dan 10% hoger dan een jaar eerder. Alleen in Zeeland bleef de huizenprijsstijging beperkt tot minder dan 5%.

Figuur 14 Regionale huizenprijsontwikkeling

Nominaal, jaar-op-jaar



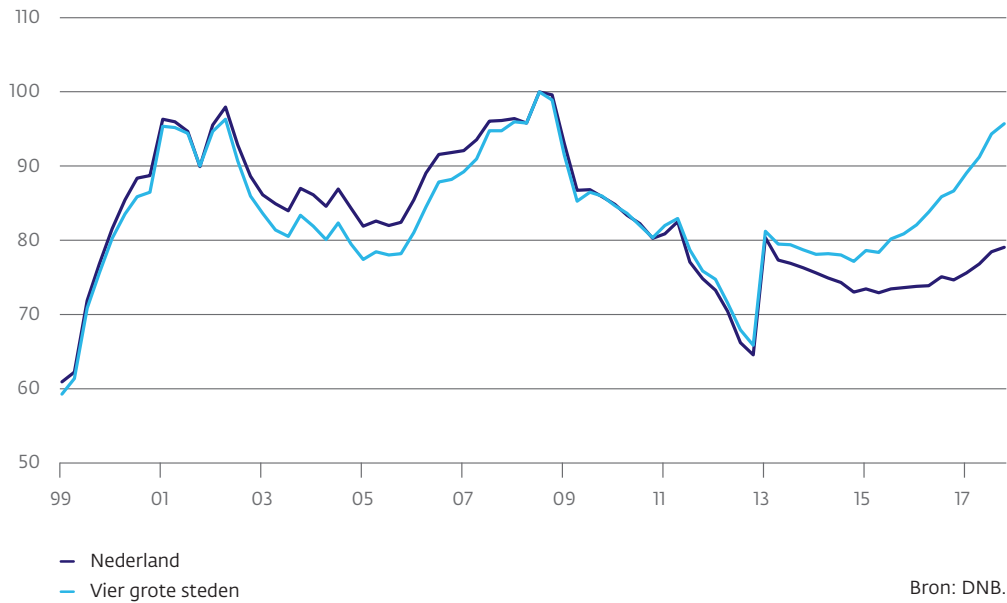
Toelichting: Als gevolg van beperkte beschikbaarheid van data wordt alleen voor de vier grote steden de prijsontwikkeling weergegeven op gemeenteniveau; voor alle andere gemeenten op provincieniveau.

Behalve voor de starters in de grote steden, is de betaalbaarheid van woningen nog steeds beter dan voor de crisis. Mede dankzij de lage rente liggen de financieringslasten (rente en aflossing als percentage van het beschikbare inkomen) voor starters in Nederland als geheel gemiddeld 21% lager dan in 2008 (Figuur 15). In de steden is dit verschil door de snelle prijsstijgingen wel aanmerkelijk kleiner. Door de snelle prijsstijgingen liggen de financieringslasten van starters hier inmiddels hoger dan in de jaren voor de crisis en naderen deze het hoogtepunt van 2008. Voor doorstromers zijn woningen, ook in de steden, nog aanzienlijk betaalbaarder dan voor de crisis.

Het aantal transacties in Nederland lag het afgelopen jaar op recordhoogte, maar daalt inmiddels (Figuur 16). Vooral in de steden neemt door het opdrogende aanbod en de korte verkooptijd de krapte op de woningmarkt sterk toe. Zo zijn in Amsterdam in 2017 9% minder woningen verkocht dan in 2016, en in Utrecht 3% minder. In Nederland als geheel nam het aantal verkopen in 2017 nog wel toe, maar in de eerste maanden van 2018 ligt het aantal verkopen hier ook lager dan een jaar eerder.

Figuur 15 Financieringslasten voor starters

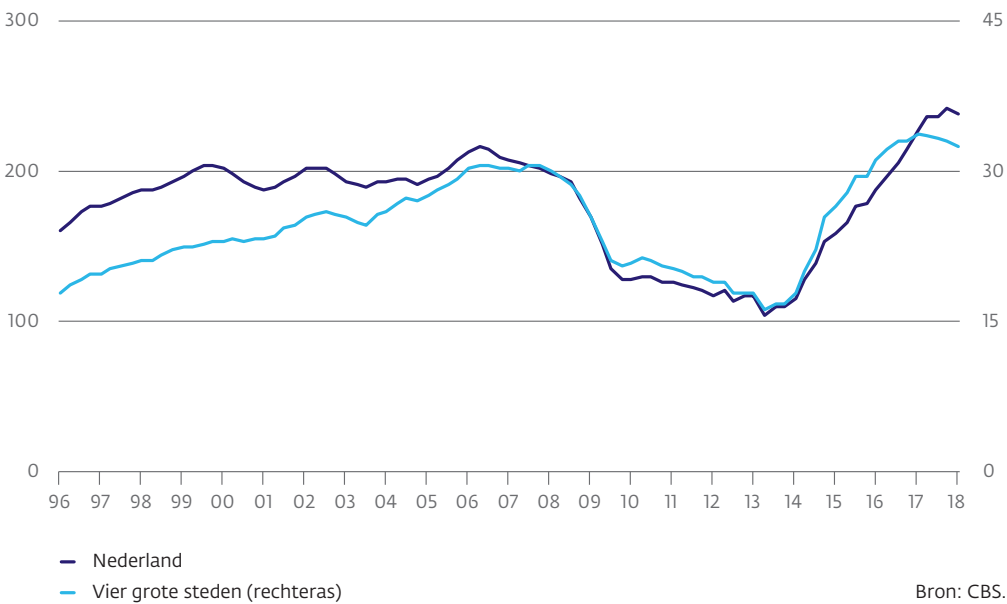
Index, 2008K3 = 100



Toelichting: De financieringslast (netto rente na hypotheekrenteaf trek plus aflossing) is berekend op basis van de aankoop van een gemiddelde woning die volledig wordt gefinancierd met een 30-jarige hypotheek. Tot 2013 wordt de financieringslast berekend op basis van een hypotheek bestaande uit 50% annuïtair en 50% aflossingsvrij. Vanaf 2013 wordt deze berekend op basis van een 100% annuïtaire hypotheek.

Figuur 16 Ontwikkeling aantal verkopen

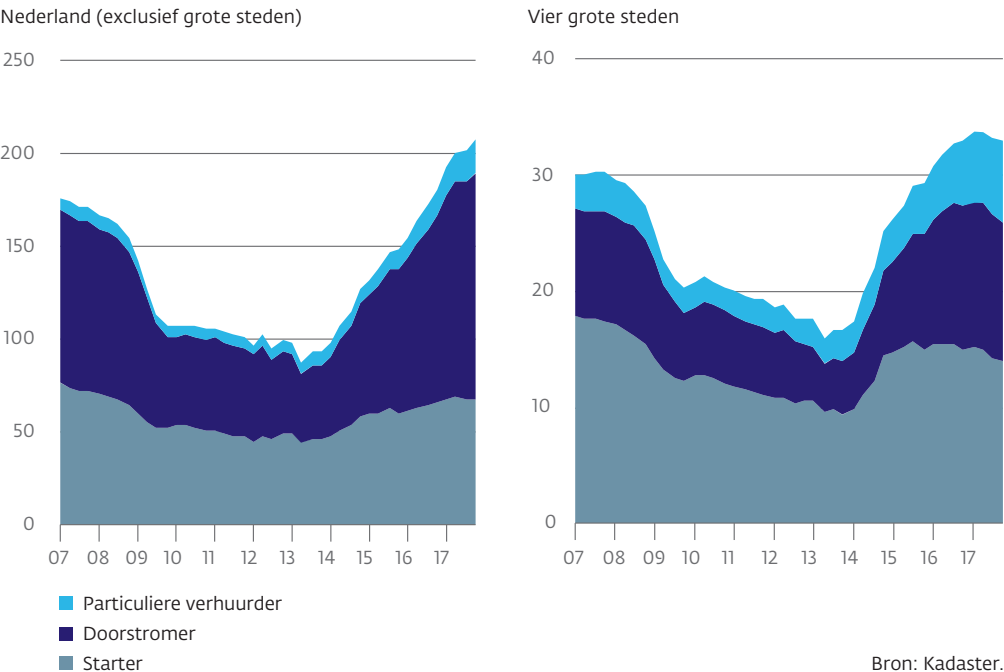
Aantal transacties in duizenden; vierkwartaalsom



In de vier grote steden is sprake van een sterke toename van het aantal woningaankopen door particuliere beleggers, terwijl het aantal aankopen door starters en doorstromers in het afgelopen jaar juist daalde (Figuur 17). Voor particuliere beleggers bieden koopwoningen die zij kunnen verhuren (*buy-to-let*) een alternatief voor het relatief lage rendement op andere beleggingen. In het derde kwartaal van 2017 werd in Amsterdam en Rotterdam bijna een kwart van de woningen gekocht door particuliere beleggers. De belangstelling van particuliere beleggers kan bijdragen aan een vergroting van de particuliere huurmarkt, maar heeft ook een prijsopdrijvend effect. Particuliere beleggers kopen vaak woningen met eigen geld.³⁰ Particuliere beleggers hebben hierdoor een concurrentievoordeel op andere huizenkopers, doordat ze zonder voorbehoud van financiering kunnen bieden. Dit kan ertoe leiden dat reguliere kopers, om kans te maken op een woning, eerder riskant gedrag gaan vertonen, zoals bieden zonder financieringsvoorbehoud. Bovendien bestaat het risico dat een deel van de particuliere beleggers de markt weer verlaat zodra er elders meer rendement te behalen valt (bijvoorbeeld als de rente stijgt), wat de schommelingen van huizenprijzen kan versterken.

Figuur 17 Aantal woningaankopen door starters, doorstromers en particuliere verhuurders

Aantal transacties in duizenden; vierkwartaalsom



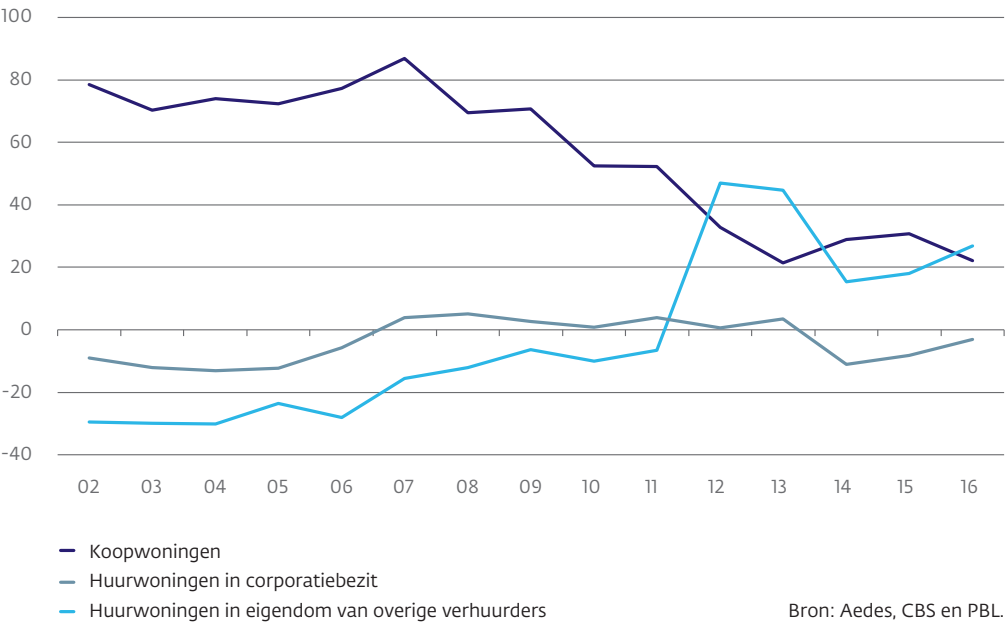
³⁰ Uit onderzoek van het Kadaster blijkt dat bij 61% van de woningaankopen door eigenaren van meerdere woningen geen hypotheek wordt afgesloten. Zie het artikel 'Wie kopen er hypotheekloos?', gepubliceerd door het Kadaster (28 juni 2017).

De groei van de woningvoorraad kan de toegenomen vraag nog niet bijbenen. In 2016 groeide het aantal huishoudens met 73.000, terwijl de woningvoorraad per saldo maar met 45.000 woningen toenam. Ook in 2014 en 2015 groeide het aantal huishoudens harder dan het aantal woningen. Het woningtekort is hierdoor in de afgelopen jaren opgelopen. Door de groei van het aantal inwoners, toenemende individualisering en vergrijzing neemt het aantal huishoudens sneller toe dan verwacht. Er zal dus substantieel meer moeten worden gebouwd om de groei van het aantal huishoudens bij te kunnen houden.³¹ Recent lijkt de nieuwbouw wel aan te trekken: het aantal afgegeven vergunningen voor nieuwbouwwoningen steeg in 2017 met 30% tot 70.000. Dit is een eerste stap, maar een verdere stijging is nodig.

De aanwas van koopwoningen stokt, terwijl het aantal huurwoningen dat jaarlijks wordt bijgebouwd stijgt (Figuur 18). Sinds het begin van deze eeuw is de jaarlijkse toename van de koopwoningvoorraad afgenomen van circa 80.000 in de periode 2002-2008, tot circa 22.000 in 2016. Waar de voorraad huurwoningen tot 2011 nog kromp, is sindsdien sprake van een

Figuur 18 Aanwas koop- en huurwoningen

Netto mutatie in duizendtallen; jaar-op-jaar



Toelichting: Huurwoningen in eigendom van overige verhuurders betreffen huurwoningen van onder andere bedrijven, particulieren en institutionele beleggers. Huurwoningen waarvan het eigendom wel kon worden vastgesteld, maar de eigenaar niet, vallen hier ook onder.

³¹ De woningvoorraad neemt daarnaast toe door transformatie en splitsing, en af door sloop, samenvoeging, of verandering van gebruiksfunctie. Het aantal woningen dat op één van deze manieren aan de woningvoorraad is toegevoegd of onttrokken verschilde de afgelopen jaren aanzienlijk.

toename. Het betreft daarbij vooral een toename van het aantal huurwoningen in handen van particuliere of institutionele beleggers: het aantal corporatiewoningen is tussen 2011 en 2016 licht gedaald, mede door de verkoop van corporatiewoningen aan beleggers.³² Het aantal huurwoningen stijgt vooral in de grote steden snel. Gezien het bestaande tekort aan huurwoningen in met name het middensegment³³, is het bijbouwen van huurwoningen ook hard nodig.³⁴ Lang niet alle nieuwgebouwde huurwoningen vallen echter in het middensegment. Terwijl landelijk 62% van de nieuwe huurwoningen in 2017 in dit segment viel, gold dit bijvoorbeeld in Amsterdam voor slechts 7% van de nieuw verhuurde woningen.³⁵ Het leeuwendeel van de nieuw verhuurde woningen in de hoofdstad viel vorig jaar in het hoogste segment, met een huur van meer dan 1000 euro per maand.

Er is vooralsnog geen sprake van een kredietgedreven zeepbel: ondanks de forse stijging van de huizenprijzen blijft de hypothecaire kredietgroei tot op heden gematigd. De hypothecaire kredietverstrekking is het afgelopen jaar met 1% toegenomen. Ter vergelijking: tussen 1996 en 2000, toen de huizenprijzen met meer dan 10% per jaar stegen, was de hypotheekgroei gemiddeld ongeveer 16% per jaar. De kredietgroei komt ook meer dan voorheen voor rekening van niet-banken; de hypothecaire kredietverlening door binnenlandse banken groeit momenteel nauwelijks (Figuur 19). Dat de hypothecaire kredietgroei beperkt blijft komt deels doordat er sinds 2013 naar schatting ruim EUR 70 miljard vrijwillig is afgelost op de uitstaande hypotheekschuld, met name als gevolg van de lage spaarrente en de schenkingsvrijstelling eigen woning. Daarnaast hangt de beperkte hypothecaire kredietgroei samen met de toename van het aantal aflossende hypotheekleners sinds 2013: vanaf dat jaar moeten starters verplicht aflossen als zij gebruik willen maken van de hypotheekrenteaftrek. Verder lag de gemiddelde huizenprijs in Nederland de afgelopen jaren lager dan in 2008, het hoogtepunt voor de crisis, en staat 9% van de huizen nog steeds onder water. Hierdoor neemt bij veel transacties de hypotheekschuld op een woning niet of nauwelijks toe. Tot slot worden huizen ook vaker met eigen geld gekocht.

Daarbij is er vooralsnog geen sprake van een zorgelijke toename van riskant leengedrag. Het maximaal toegestane hypotheekbedrag ten opzichte van het inkomen wordt bepaald door financieringslastnormen van het NIBUD. Starters zoeken niet vaker de grenzen van deze normen op: het percentage starters dat (bijna) maximaal leent ten opzichte van het inkomen schommelt al enkele jaren rond de 43% (Figuur 20, linkerpaneel).³⁶ Het aandeel starters dat (bijna) de volledige aankoopprijs van hun huis leent, daalt bovendien gestaag. In 2014 leende

32 Op 1 januari 2011 hadden corporaties 2.415.000 woningen in bezit, op 31 december 2016 nog 2.384.000: een afname van 31.000 woningen. Bron: Aedes.

33 Huurwoningen met een maandhuur tussen de 711 en 1000 euro.

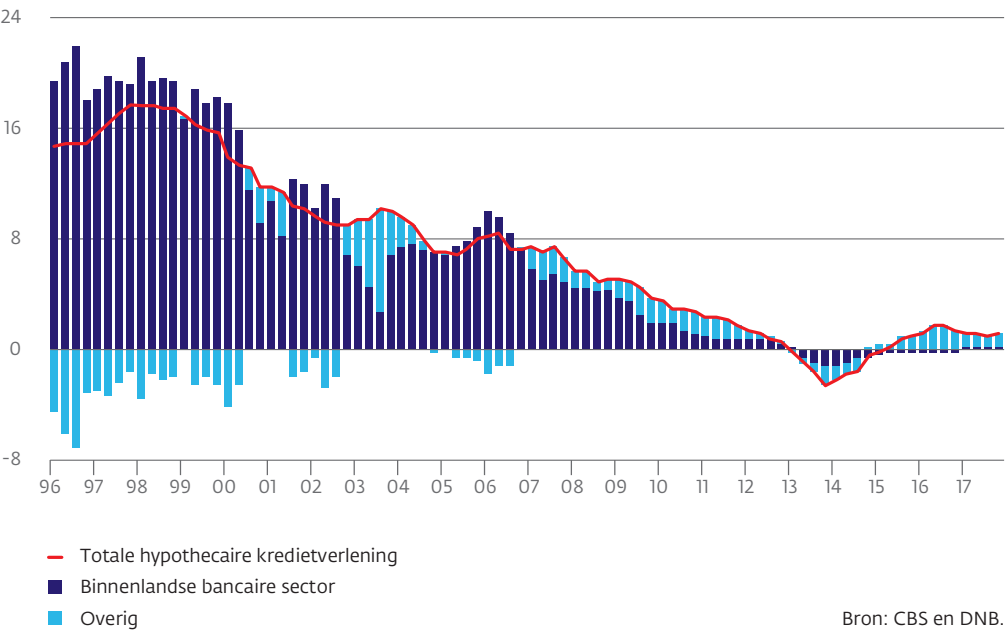
34 Melanie Hekwolter of Hekhuis, Rob Nijskens en Willem Heeringa (2017), *De woningmarkt in de grote steden*, DNB Occasional Study, 15-1.

35 NVM (2018), *Prijzen in vrije huursector blijven stijgen, ondanks meer nieuwbouw*, 7 februari.

36 De leencapaciteit zelf is ten opzichte van 2008 toegenomen. Zie DNB (2016), *Inkomensnorm hypotheekleners niet knellender dan voor de crisis*, DNBulletin, 20 oktober. In 2016 was de leenruimte gemiddeld 4% groter dan in 2008. In 2017 werden de leennormen gemiddeld nog iets ruimer, in 2018 blijven ze constant.

Figuur 19 Hypothecaire kredietverlening door banken en niet-banken

Procentuele mutatie, jaar-op-jaar



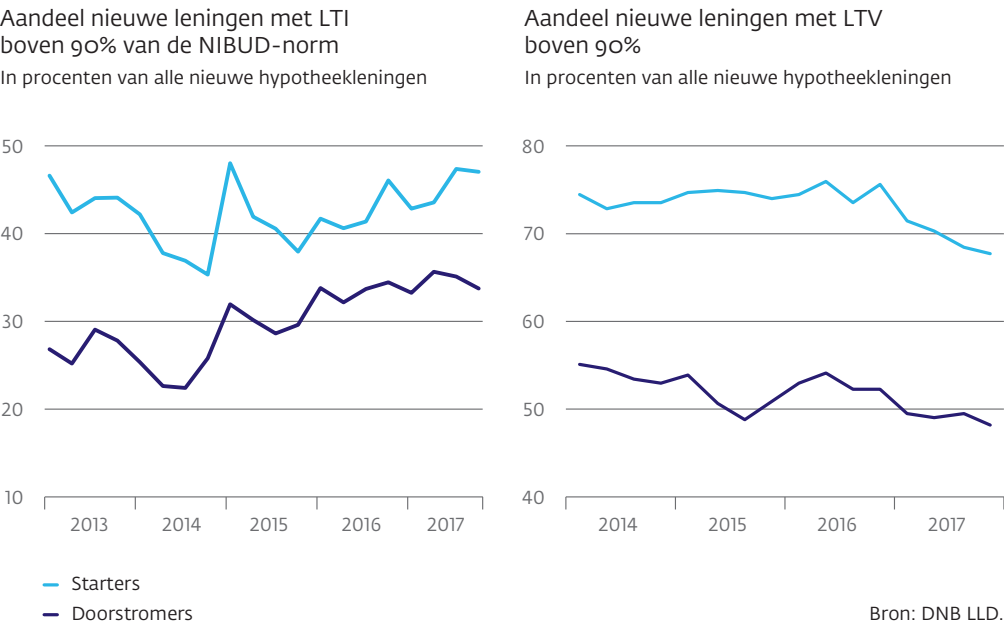
Toelichting: Overig betreft binnenlandse niet-bancaire sectoren (pensioenfondsen en verzekeraars), het buitenland en statistische verschillen.

driekwart van de starters meer dan 90% van de woningwaarde. In het vierde kwartaal van 2017 lag dit percentage op 68 (Figuur 20, rechterpaneel). In de vier grote steden nemen starters gemiddeld iets meer eigen geld mee dan in de rest van Nederland: hier ligt het aandeel starters met een Loan-to-Value ratio (LTV) van meer dan 90% op 63%. Ook het aandeel van de doorstromers met een hypotheek met een LTV van meer dan 90% neemt af. Doorstromers kiezen wel vaker voor een (bijna) maximale lening ten opzichte van hun inkomen dan enkele jaren geleden.

Naar verwachting zal de hypothecaire kredietgroei de komende jaren wel weer versnellen.

De achterblijvende hypothecaire kredietgroei is deels het gevolg van tijdelijke factoren. Zo is het vermogen dat voor vrijwillige aflossing kan worden aangewend, eindig. De meest recente cijfers laten reeds een lichte daling van de vrijwillige aflossingen zien. Waar er in 2016 nog circa EUR 16 mrd vrijwillig werd afgelost, bedroegen de vrijwillige aflossingen in 2017 circa EUR 13 mrd. Daarnaast zal bij een verder aantrekkende woningmarkt de overwaarde op bestaande woningen toenemen, wat ertoe leidt dat bij woningtransacties de schuldaanwas toeneemt. Bij een groeiende overwaarde zal de hypotheekschuld die kopers aangaan vaker groter zijn dan de bestaande schuld die verkopers aflossen. De verwachting is daarom dat bij een verder aantrekkende huizenmarkt de kredietgroei zal toenemen. Tegelijkertijd zal de

Figuur 20 Leengedrag van starters en doorstromers



Toelichting: LTI = *Loan-to-Income* ratio, de verhouding tussen het hypotheekbedrag en het inkomen. Het maximale hypotheekbedrag op basis van het inkomen wordt bepaald aan de hand van de NIBUD-norm voor een huishouden, die afhankelijk is van het inkomen en de hypotheekrente. LTV = *Loan-to-Value* ratio, de verhouding tussen het hypotheekbedrag en de waarde van de woning. De maximale LTV-ratio bedroeg 106% in 2012, en is vanaf 2013 met 1 procentpunt per jaar verlaagd tot 100% in 2018.

hypothecaire kredietgroei zeer waarschijnlijk niet weer zo hard gaan groeien als voor de crisis, onder andere doordat starters nu verplicht moeten aflossen als zij gebruik willen maken van de hypotheekrenteaftrek. Bovendien zijn de leennormen aangescherpt.

Huishoudens dienen er rekening mee te houden dat huizenprijzen op termijn ook weer kunnen dalen, bijvoorbeeld als de rente stijgt. Een scenario waarbij de kapitaalmarktrente wereldwijd voor langere tijd 100 basispunten hoger ligt, leidt op termijn tot een 5% lagere huizenprijs ten opzichte van het basispad.³⁷ In dit scenario leidt een stijgende hypotheekrente tot een afname van de hypothecaire kredietverlening en dalende huizenprijzen. Een lagere huizenprijs heeft een drukkend effect op de vermogens van huishoudens, waardoor de particuliere consumptie afneemt. Dit heeft een negatieve invloed op de economische groei. Voor sommige huishoudens zou hierdoor de waarde van de woning ook weer lager kunnen worden dan de hypotheekschuld, wat hun financiële planning en mogelijke verhuishwensen kan frustreren.

37 Zie DNB, *Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten*, december 2017, voor een volledige beschrijving van het scenario en alle uitkomsten.

Macroprudentieel beleid in Nederland

Macroprudentieel beleid kan slechts beperkt tegenwicht bieden aan bijwerkingen van ruim monetair beleid. Macroprudentieel beleid kan de schokbestendigheid van het financiële stelsel vergroten, bijvoorbeeld door systeemrelevante instellingen extra kapitaaleisen op te leggen. De bijwerkingen van het huidige extreem ruime monetaire beleid kunnen echter niet volledig met macroprudentieel beleid worden geneutraliseerd. Daarvoor is het instrumentarium qua reikwijdte te beperkt.

De recente ontwikkelingen illustreren het procyclische karakter van de Nederlandse economie en de woningmarkt. Waar enkele jaren geleden de economische terugval en de correctie op de woningmarkt elkaar versterkten, voeden het economische herstel en de opleving van de woningmarkt elkaar momenteel juist. Ter illustratie: meer dan een kwart van de economische groei sinds het tweede kwartaal van 2013 kan worden toegeschreven aan de opleving van de woningmarkt.³⁸ Dit komt onder meer door de stijging van de huizenprijzen, die ervoor zorgt dat het vermogen van huishoudens is toegenomen en de particuliere consumptie stijgt. Ook was er na 2013 sprake van een inhaalslag met betrekking tot woninginvesteringen.

De versnelde afbouw van de hypotheekrenteaftrek beperkt de procycliciteit van de Nederlandse economie. Een hoge mate van schuldfinanciering vergroot conjuncturele uitslagen op de woningmarkt. Een grotere leencapaciteit leidt immers tot een grotere vraag, die bij een gegeven aanbod van woningen uitmondt in hogere prijzen. Het verminderen van fiscale subsidies voor eigenwoningbezit vermindert de prikkels tot schuldfinanciering, en daarmee de procycliciteit.

Een verdere verlaging van de LTV-limiet blijft wenselijk. Hoewel de LTV-limiet in de afgelopen jaren stapsgewijs is verlaagd van 106% naar 100%, blijft de Nederlandse LTV-limiet daarmee in internationaal perspectief erg hoog. Dit komt de financiële stabiliteit niet ten goede. Zo blijkt uit recent panelonderzoek van het IMF dat landen met een relatief hoge LTV-limiet vaker boom-bust cycli op de huizenmarkt ervaren.³⁹ Het IMF beveelt in de recente Artikel IV-consultatie dan ook aan de huidige LTV-limiet van 100% verder te verlagen om de financiële risico's voor huishoudens te verkleinen.⁴⁰ Het Nederlandse Financieel Stabiliteitscomité kwam in 2015 met dezelfde aanbeveling. De huidige krapte op de woningmarkt dient te worden bestreden met een vergroting van het aanbod, met name in het middensegment van de huurmarkt.

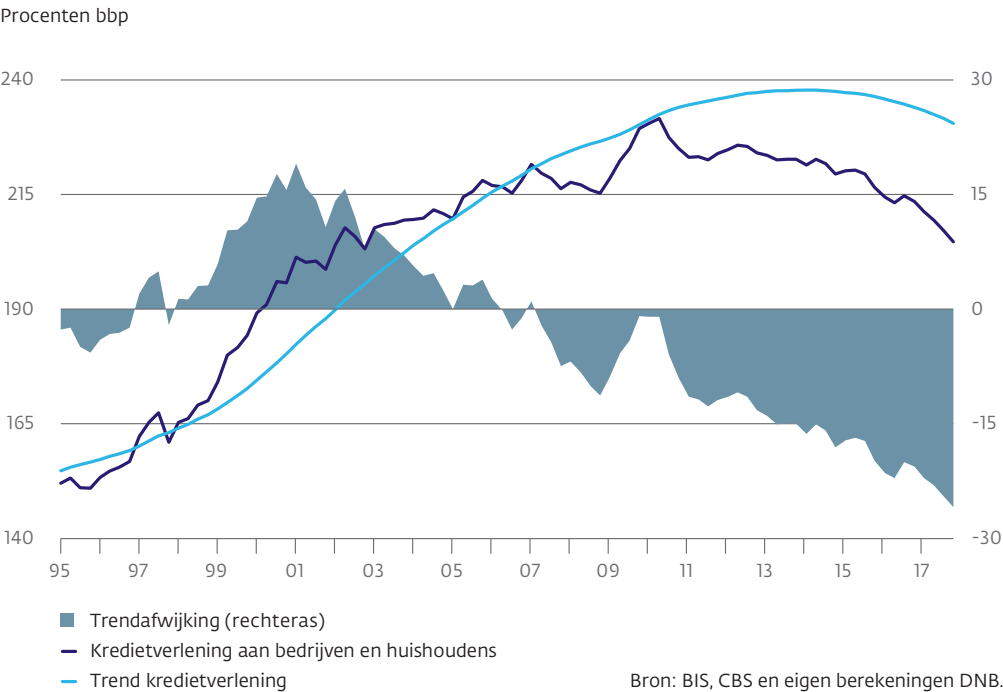
³⁸ DNB (2017), *Economische ontwikkelingen en vooruitzichten*, december.

³⁹ Cerutti, E., Dagher, J. & Dell'Ariccia, G. (2017), *Housing finance and real-estate booms: A cross-country perspective*, *Journal of Housing Economics* 38, december.

⁴⁰ IMF (2018), *Kingdom of the Netherlands: Concluding Statement of the 2018 Article IV Consultation*, 28 February.

De contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) blijft gehandhaafd op 0%. Het primaire doel van de CCyB is het vergroten van de schokbestendigheid van banken. De achterliggende gedachte is dat banken in een crisis op de buffer kunnen interen en zo hun financiële dienstverlening beter op peil kunnen houden, wat contracyclisch werkt. Daarnaast kan infasering van de buffer voorafgaande aan een (geanticiperde) crisis worden gezien als middel om een excessieve ontwikkeling af te remmen. De *credit gap*, het verschil tussen de kredietverlening en haar trendmatige niveau, is een belangrijke indicator voor het vaststellen van de CCyB. Ondanks de stevige groei van de economie blijft de groei van de kredietverlening beperkt. De kredietverlening aan huishoudens neemt ondanks het aantrekken van de woningmarkt nauwelijks toe. De netto kredietverlening (saldo van nieuwe leningen en aflossingen) van banken aan bedrijven daalt sinds 2013, hoewel dit saldo wel steeds minder negatief wordt, nu de investeringen en daarmee de financieringsbehoeften van bedrijven toenemen. De *credit gap* is vanuit historisch perspectief nog steeds erg groot (Figuur 21).

Figuur 21 Kredietverlening



Toelichting: De trend is berekend op basis van een HP-filter. Zie voor een toelichting ESRB (2014), *Recommendation on guidance for setting countercyclical buffer rates*, ESRB/2014/1.

De extra kapitaalbuffers voor systeembanken blijven van toepassing. De Nederlandse banken-sector is in internationaal perspectief relatief groot en geconcentreerd. DNB heeft de vijf systeemrelevante banken een systeembuffer opgelegd, die geleidelijk tussen 2016 en 2019 mag worden opgebouwd. Jaarlijks evalueert DNB de hoogte van deze buffer. Eind 2017 heeft DNB besloten de systeembuffers voor ING, Rabobank en ABN Amro (3%), Volksbank en BNG Bank (1%) ongewijzigd te laten.

Tabel 1 Huidige inzet van belangrijkste macroprudentiële instrumenten

Instrument	Actuele status	Opmerking
Systeembuffer	ING Bank: 2,25% Rabobank: 2,25% ABN AMRO: 2,25% Volksbank: 0,75% BNG Bank: 0,75%	Deze eisen worden gefaseerd ingevoerd: in 2019 moeten ING bank, Rabobank en ABN AMRO een systeembuffer van 3% van de risicogewogen uitzettingen aanhouden, en Volksbank en BNG Bank 1%.
Contracyclische kapitaalbuffer	Sinds 1 januari 2016 vastgesteld op 0%	Tot op heden niet geactiveerd
LTV-limiet	100%	FSC adviseert verdere verlaging tot 90%
LTI-limiet	Ruim viermaal het bruto inkomen	Wettelijke regeling, op basis van de bruto woonlasten ten opzichte van het inkomen

Annex:

Macroprudentiële indicatoren

32

	Recentste waarneming		Ontwikkeling na 1998			
	Min	Max	Gem	Beschouwde periode		
Kredietcondities						
Trendafwijking krediet/bbp-ratio ¹⁾	-25,9	-25,9	19,1	-3,4		1998K1-2017K4
Kredietgroei huishoudens (j-o-j)	1,3	-2,1	17,1	6,3		1998K1-2017K4
Kredietgroei niet-financiële bedrijven (j-o-j)	-1,0	-3,9	16,8	3,6		1998K1-2017K4
Kredietvoorwaarden voor niet-financiële bedrijven ²⁾	-27	-47	98	7		2003K1-2018K1
Kredietvoorwaarden voor woninghypotheken ²⁾	-52	-53	100	15		2003K1-2018K1
Hefboomwerking						
Leverage ratio CRD IV, fully loaded ³⁾	4,9	3,4	4,9	4,0		2014K1-2017K4
Tier 1-kapitaal/balanstotaal bankwezen (tot 2013K4)	5,0	3,0	5,0	3,9		1998K1-2013K4
CET1-ratio banken CRD IV, volgens transitieregels	16,8	13,6	16,8	15,0		2014K1-2017K4
Tier 1-ratio banken obv CRD III (tot 2013K4) ⁴⁾	12,5	8,2	12,8	10,0		1998K1-2013K4
Krediet huishoudens (% bbp)	104,3	67,1	118,3	101,8		1998K1-2017K4
Krediet niet-financiële bedrijven (% bbp)	100,4	100,4	122,6	110,9		1998K1-2017K4
Vastgoedmarkt						
Huizenprijsgroei (j-o-j)	8,7	-9,9	20,1	4,2		1998jan-2018mrt
Prijsgroei commercieel vastgoed (j-o-j)	7,3	-7,5	9,1	2,2		1998K1-2017K4
Loan-to-Value-ratio starters ⁵⁾	92,4	92,4	98,0	95,8		2005-2017
Loan-to-Income-ratio starters ⁶⁾	403,0	403,0	491,5	448,3		2005-2017
Hypotheekrente nieuwe contracten 5-10 jaar (bp)	232,0	228,0	553,0	427,9		2003jan-2018jan
Liquiditeit banken						
Loan-to-deposit-ratio ⁷⁾	136,0	136,0	188,8	171,2		1998K4-2017K4
Aandeel marktfinanciering met looptijd < 1 jaar	27,9	16,6	38,3	29,7		2003aug-2016dec
Systeemrelevantie						
Omvang bankbalans in procenten bbp	337,0	306,5	562,5	414,4		1998K1-2017K4
Aandeel G5 banken in balanstotaal bankensector ⁸⁾	83,8	79,9	90,3	86,7		1998K1-2017K4
Rating uplift systeemrelevante banken (stappen) ⁹⁾	1,0	1,0	2,3	2,0		2012-2017
Internationale risico's						
Lange rente (bp) ¹⁰⁾	62,6	2,7	566,6	321,5		1998jan-2018mrt
BAA-AA risicopremie (bp) ¹¹⁾	84,0	74,0	463,0	166,2		2001jan-2018mrt
Risicopremie geldmarkt (bp) ¹²⁾	3,3	1,0	186,0	20,6		1999jan-2018mrt
Risicopremie op senior unsecured bankobligaties (bp) ¹³⁾	49,0	12,6	321,5	83,1		1999jan-2018mrt
Financiële stressindex ¹⁴⁾	-0,35	-0,55	3,25	0,22		1999dec-2018mrt
Wereldwijde kredietgroei niet-financiële bedrijven (j-o-j) ¹⁵⁾	6,2	-5,9	20,2	6,1		2000K1-2017K3
Wereldwijde huizenprijsgroei (j-o-j)	2,4	-7,9	10,2	2,9		2001K1-2017K2

Concentratie uitzettingen Nederlandse banken ¹⁶⁾

	Nederland	Buitenland	2017K4
Totaal schuldbewijzen en leningen	50,1	49,9	
Centrale bank	2,7	1,6	
Overheden	6,3	5,6	
Kredietinstellingen	1,1	10,3	
Overige financiële bedrijven	1,7	5,5	
Niet-financiële bedrijven	11,9	17,4	
Waarvan: Midden- en kleinbedrijf	2,7	3,8	
Waarvan: Commercieel vastgoed	4,8	3,3	
Huishoudens	26,4	9,5	
Waarvan: Hypothecaire leningen	25,0	8,1	
Waarvan: Consumptief krediet	0,7	1,0	

Bron: Bloomberg, BIS, CBS, DNB, IMF, IPD, Moody's, Thomson Reuters Datastream.
De cijfers zijn in procenten, behalve wanneer anders aangegeven. Bp = basispunten

- 1) Het verschil tussen a) de ratio van leningen van de niet-financiële private sector en het bbp van Nederland en b) de langetermijntrend van deze ratio, zoals berekend in ESRB Occasional Paper No. 5: *Operationalising the countercyclical capital buffer: indicator selection, threshold identification and calibration options*.
- 2) De verhouding van banken die kredietvoorwaarden aanscherpen en die versoepelen, waarbij een positief getal een netto aanscherping en een negatief getal een netto versoepeling aangeeft.
- 3) Berekend op basis van de meest recente definitie van de *leverage* ratio zoals overeengekomen door het Bazels Comité in januari 2014.
- 4) De hier gerapporteerde *Tier 1*-ratio is inclusief de zogenoemde Bazel-I-vloer.
- 5) De ratio van de het hypotheekbedrag en de waarde van de woning, ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Starters zijn gedefinieerd als personen jonger dan 35 jaar ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Schatting door DNB op basis van een steekproef van Nederlandse hypotheek.
- 6) De ratio van de het hypotheekbedrag en het inkomen van de lener, ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Starters zijn gedefinieerd als personen jonger dan 35 jaar ten tijde van het afsluiten van de hypotheek. Schatting door DNB op basis van een steekproef van Nederlandse hypotheek.
- 7) De ratio van leningen (inclusief gesecuritiseerde leningen) aan en deposito's van de binnenlandse niet-financiële private sector.
- 8) Het gezamenlijke balanstotaal van de grootste 5 Nederlandse banken (ABN AMRO, ING, Rabobank, Volksbank en BNG) als percentage van het balanstotaal van de Nederlandse bankensector.
- 9) Het verschil tussen de kredietbeoordeling met en zonder overheidssteun, gebaseerd op Moody's methodologie. Dit is een gemiddelde van ABN AMRO, ING, Rabobank en Volksbank, gewogen naar balanstotaal.
- 10) Het rendement op Nederlandse overheidsobligaties met een looptijd van 10 jaar.
- 11) Het verschil tussen het rendement op internationale bedrijfsobligaties met een BBB-kredietbeoordeling en internationale bedrijfsobligaties met een AA-kredietbeoordeling.
- 12) Het verschil tussen 3-maands euriborrente en de 3-maands EONIA *swap*-index.
- 13) Het verschil tussen het rendement op Europese *senior unsecured* bankobligaties en de 5-jaars *swap*rente.
- 14) Index gebaseerd op indicatoren van voor Nederland relevante financiële markten en een index van de gezondheid van financiële instellingen.
- 15) Ontwikkeling van de kredietverlening aan de niet-financiële private sector in alle aan de BIS rapporterende landen.
- 16) Het aandeel van Nederlandse en buitenlandse tegensectoren in de uitzettingen van alle Nederlandse banken, gebaseerd op gerapporteerde geconsolideerde cijfers voor toezichtdoeleinden.

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

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