



Centraal Planbureau

Risicorapportage Financiële Markten 2022

De **Nederlandse financiële sector** heeft de **coronacrisis** goed doorstaan en kan toekomstige schokken opvangen. Er is een aantal risico's dat elkaar kan versterken. Door die samenhang kunnen er toch problemen ontstaan.



De **inflatie is sterk opgelopen** en kan samen met stijgende kapitaalmarktrentes tot financiële risico's leiden.



De gevolgen van de **oorlog in Oekraïne** voor het Nederlandse financiële stelsel vallen vooralsnog mee, maar kunnen bijvoorbeeld door een recessie tot grotere problemen leiden.



Afzonderlijke crises kunnen samen probleem worden

De **Nederlandse bankensector** is sterk gekapitaliseerd en is daarmee in staat klappen op te vangen. Een risico is de verwevenheid met financiële instellingen in landen die meer last hebben van de **hoge energieprijzen**.



Het aantal huiseigenaren dat 'onder water' staat, loopt snel op zodra **woningprijzen** dalen.

Risico's financiële markten

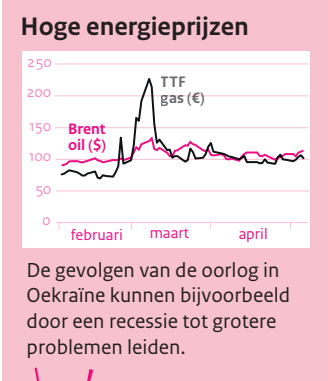
De Nederlandse financiële sector is in staat toekomstige (losstaande) schokken op te vangen, toch kan de samenhang tussen verschillende risico's tot problemen leiden.

Hoge energieprijzen

The chart displays the price trends for two major energy commodities. The y-axis represents price in Euros (€) from 0 to 250. The x-axis shows the months of February, March, and April. The 'Brent oil (\$)' series (pink line) shows a steady increase from approximately 80€ in early February to about 120€ by mid-March, then fluctuates between 100€ and 120€ through April. The 'TTF gas (€)' series (black line) shows a sharp spike, starting around 70€ in early February, peaking at nearly 230€ in late February/early March, and then settling between 100€ and 120€ for the remainder of the period.

Tijd	Brent oil (\$)	TTF gas (€)
februari	~80	~70
maart	~120	~110
april	~110	~110

De gevolgen van de oorlog in Oekraïne kunnen bijvoorbeeld door een recessie tot grotere problemen leiden.



Hoge energieprijzen

The chart displays the price trends for two major energy commodities. The y-axis represents price in Euros (€) from 0 to 250. The x-axis shows the months of February, March, and April. The 'Brent oil (\$)' series (pink line) shows a steady increase from approximately 80€ in early February to about 120€ by mid-March, then fluctuates between 100€ and 120€ through April. The 'TTF gas (€)' series (black line) shows a sharp spike, starting around 70€ in early February, peaking at nearly 230€ in late February/early March, and then settling between 100€ and 120€ for the remainder of the period.

Tijd	Brent oil (\$)	TTF gas (€)
februari	~80	~70
maart	~120	~110
april	~100-120	~100-120

De gevolgen van de oorlog in Oekraïne kunnen bijvoorbeeld door een recessie tot grotere problemen leiden.

Stijgende inflatie

The chart displays the percentage change in the Consumer Price Index (CPI) from 2010 to 2022. The Y-axis is labeled '% verandering t.o.v. jaar geleden' and ranges from -2 to 12. The X-axis shows years from 2010 to 2022. Two lines are plotted: a blue line for 'HICP' and a red line for 'HICP exclusief energie en voedsel'. Both lines show fluctuations, with a sharp spike in the blue line reaching 11.2% in April 2022.

Jaar	HICP (%)	HICP exclusief energie en voedsel (%)
2010	~1.5	~1.0
2011	~4.5	~3.5
2012	~6.5	~5.5
2013	~4.5	~3.5
2014	~1.5	~0.5
2015	~0.5	~-0.5
2016	~1.5	~1.0
2017	~2.5	~2.0
2018	~1.5	~1.0
2019	~1.5	~1.0
2020	~1.5	~1.0
2021	~3.5	~2.5
2022 (April)	11.2	~4.5

De inflatie is tot een hoog niveau van 11,2% in april 2022 opgeklommen.



Stijgende inflatie

The chart displays the annual percentage change in the Consumer Price Index (CPI) from 2010 to 2022. The blue line represents the total HICP, while the red line represents HICP excluding energy and food. The total HICP shows a significant spike in early 2022, reaching 11.2%, while the core HICP remains relatively stable around 4%.

Jaar	HICP (% verandering t.o.v. jaar geleden)	HICP exclusief energie en voedsel (% verandering t.o.v. jaar geleden)
2010	~1.5	~1.0
2011	~4.5	~3.5
2012	~5.5	~4.5
2013	~4.5	~3.5
2014	~1.5	~1.0
2015	~0.5	~0.5
2016	~1.5	~1.0
2017	~2.5	~2.0
2018	~1.5	~1.0
2019	~1.5	~1.0
2020	~1.5	~1.0
2021	~3.5	~3.0
2022	~11.2	~4.0

De inflatie is tot een hoog niveau van 11,2% in april 2022 opgeklommen.

Toename faillissementen

The chart displays the monthly number of bankruptcies (faillissementen/maand) in the Netherlands from 2000 to 2020. The y-axis ranges from 0 to 1200. The x-axis shows years from 2000 to 2020. The data shows a general upward trend with significant fluctuations, peaking around 2012 and 2013. A shaded gray area at the end of the chart (2020) is labeled 'coronasteunpakket', indicating a period of government support.

Year	Estimated Monthly Bankruptcies
2000	300
2004	800
2008	500
2012	1100
2016	400
2020	100

Faillissementen in Nederland zijn nog zeer laag, maar kunnen bij hogere rentes of een nieuwe coronacrisis toenemen.

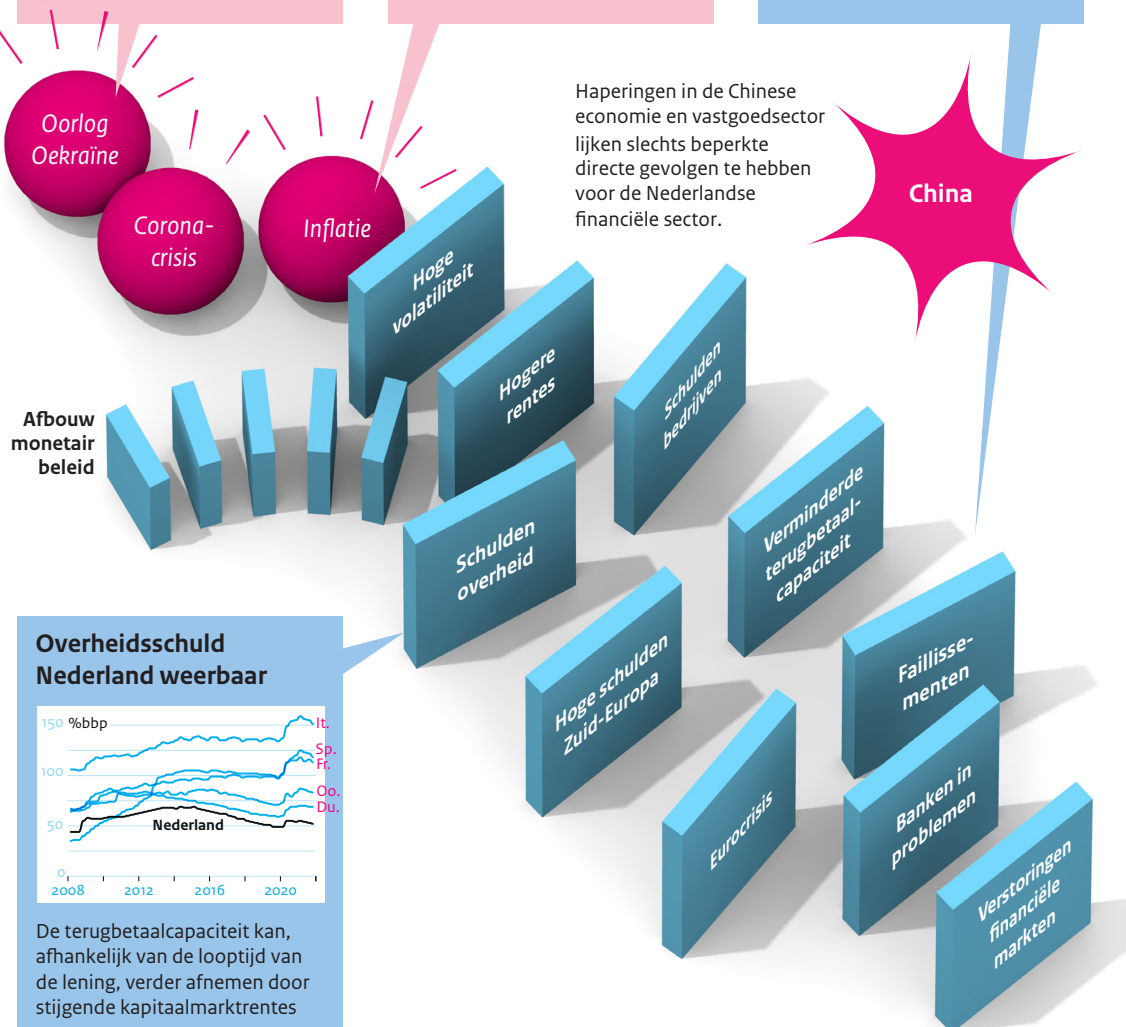


Toename faillissementen

The chart displays the monthly number of bankruptcies (faillissementen/maand) in the Netherlands from 2000 to 2020. The y-axis ranges from 0 to 1200. The x-axis shows years from 2000 to 2020. The data shows a general upward trend with significant fluctuations, peaking around 2012 and 2013. A shaded gray area at the end of the chart (2020) is labeled 'coronasteunpakket', indicating a period of government support.

Year	Estimated Monthly Bankruptcies
2000	300
2004	800
2008	500
2012	1100
2016	400
2020	100

Faillissementen in Nederland zijn nog zeer laag, maar kunnen bij hogere rentes of een nieuwe coronacrisis toenemen.



© Centraal Planbureau Den Haag 2022

Alertheid blijft nodig bij een aantal risico's die in eerdere risicorapportages zijn gesignaleerd

1 Inleiding

Op verzoek van de Tweede Kamer, op aanbeveling van de Commissie-De Wit, schrijft het CPB sinds 2012 een jaarlijkse risicorapportage financiële markten. Doel van deze rapportage is het in kaart brengen van de belangrijkste risico's in het financiële stelsel die kunnen doorwerken op de reële economie en vice versa. De nadruk ligt op de risico's voor de Nederlandse economie en financiële sector. Daarnaast noemen we ook de belangrijkste risico's die in Europa en mondiaal spelen als ze een effect hebben op Nederland.

Deze risicorapportage gaat in op de oorlog in Oekraïne, die veel leed en onzekerheid met zich meebrengt. Deze onzekerheid vertaalt zich ook in risico's voor de Nederlandse financiële sector. De gevolgen van de oorlog op het economische klimaat – zoals handelsrelaties – en voor internationale financiële verwevenheden op de lange termijn zijn nog grotendeels onzeker. In deze risicorapportage besteden wij aandacht aan de risico's voor de Nederlandse financiële sector die voortkomen uit de oorlog in Oekraïne, voor zover daar op dit moment zicht op is.

Deze risico's kunnen verweven zijn met andere, meer structurele, vraagstukken in het financiële stelsel. Waar mogelijk geven wij aan hoe deze risico's samenhangen, maar wij geven vanwege de hoge mate van onzekerheid geen expliciete weging van mogelijke interacties tussen deze risico's.

In deze rapportage richten wij ons op de bedreigingen voor het financiële systeem die – sinds de vorige risicorapportage – het sterkst zijn toegenomen. De belangrijkste potentiële problemen uit de afgelopen risicorapportages zijn overigens nog steeds actueel en vormen daarmee een blijvend gevaar voor de financiële stabiliteit. Deze risico's uit vorige edities komen kort aan bod in het afsluitende hoofdstuk; voor uitgebreidere analyses verwijzen we naar de vorige risicorapportages.¹

Hoofdstuk 3 beschrijft de oorlog in Oekraïne en de impact op het Nederlandse financiële systeem. In hoofdstuk 4 gaat het over de opgelopen inflatie, rentes en monetair beleid. De schuldposities van overheden en bedrijven worden gezien in hoofdstuk 5, gevolgd door de gevolgen van de coronacrisis (hoofdstuk 6). Hoofdstuk 7 behandelt volatiliteit op financiële markten. In hoofdstuk 8 gaat het over de Nederlandse woningmarkt, met daaropvolgend ontwikkelingen in de Chinese economie en op de Chinese vastgoedmarkt (hoofdstuk 9). Het afsluitende hoofdstuk 10 behandelt kort de overige risico's.

2 Hoofdboodschappen

De Nederlandse financiële sector is in staat toekomstige (losstaande) schokken op te vangen, toch kan de samenhang tussen verschillende risico's tot problemen leiden. Financiële instellingen hebben de gevolgen van de coronacrisis goed weten op te vangen. De toekomst brengt echter nieuwe en aanvullende risico's, die vooral in samenhang met elkaar de financiële sector onder druk kunnen zetten.

De gevolgen van de oorlog in Oekraïne voor het Nederlandse financiële stelsel vallen vooralsnog mee, maar kunnen bijvoorbeeld door een recessie tot grotere problemen leiden. De oorlog en economische sancties hebben de Oekraïense én Russische economie hard geraakt. Het conflict heeft er internationaal voor

¹ De reeds gepubliceerde financiële risicorapportages van het CPB zijn te vinden op de CPB website ([link](#)).

gezorgd dat energieprijzen, en daarmee inflatie, sterk zijn gestegen. De gevolgen voor de financiële sector in Nederland lijken vooralsnog mee te vallen. Dit komt vooral doordat de directe blootstelling van Nederlandse financiële instellingen aan Rusland en Oekraïne beperkt is. Indirect kan er een grotere impact zijn, bijvoorbeeld via een recessie of door afwaarderingen van financiële activa.

De Nederlandse bankensector is sterk gekapitaliseerd en daarmee in staat klappen op te vangen. Een risico is de verwevenheid met financiële instellingen in landen die meer last hebben van de hoge energieprijzen. De bankensector is gevoelig voor mogelijke oninbare leningen. Maar de Nederlandse bankensector is, net als in andere Europese landen, sterk gekapitaliseerd. De hogere energieprijzen kunnen echter sommige landen in het eurogebied harder raken vanwege een grotere afhankelijkheid van geïmporteerde energie. De mate waarin landen geraakt worden hangt af van de mogelijkheid om naar andere aanbieders over te stappen, en hoe de energieprijzen ontwikkelen. Vanwege de handelsrelaties kan de Nederlandse economie verder onder druk komen te staan als andere Europese landen getroffen worden door de oorlog, sancties en inflatie. De Nederlandse financiële sector kan dan door de verwevenheid met financiële instellingen in andere Europese landen harder geraakt worden.

De inflatie is sterk opgelopen en kan samen met stijgende kapitaalmarktrentes tot financiële risico's leiden. De inflatie – gemeten via de Europese rekenmethode (HICP) – is door de gestegen energieprijzen tot een hoog niveau van 11,2% in april 2022 opgeklommen. De hoge inflatie vermindert initieel de reële waarde van schulden. Daar staat tegenover dat de Nederlandse economie ruilvoetverlies leidt als de waarde van importen harder stijgt dan die van exporten. Door de hogere inflatie zal de bestedingsruimte van huishoudens (als lonen achterblijven), bedrijven en overheden verminderen. Indien de terugbetaalcapaciteit van leningen daardoor in het geding komt, kunnen kredietverleners – zoals banken – verliezen lijden. De terugbetaalcapaciteit kan, afhankelijk van de looptijd van de lening, verder afnemen door stijgende kapitaalmarktrentes, die mede gedreven worden door de afbouw van monetaire stimulus van de Europese Centrale Bank (ECB). Hogere kapitaalmarktrentes kunnen ook de waarde van beleggingen van financiële instellingen verminderen, al is het 'netto'-effect op de solvabiliteit van financiële instellingen ongewis omdat hogere rentes ook voordelen opleveren zoals hogere rentemarges bij banken.

Naast de nieuwe risico's die voortvloeien uit de oorlog in Oekraïne en de oplopende inflatie zijn er ook reeds langer aanwezige, structurele risico's die aandacht vragen. Deze kwetsbaarheden kunnen worden versterkt door de oorlog en oplopende inflatie. Zo kunnen hoge schulden in Nederland en Europa een bedreiging vormen voor de economie en financiële stabiliteit. Zowel huishoudens, bedrijven, als overheden kunnen hierdoor kwetsbaar zijn. Daarnaast zitten er ook risico's aan de toegenomen volatiliteit op financiële markten, en moet er rekening worden gehouden met de mogelijkheid van een nieuwe coronacrisis. Ten slotte bestaat de mogelijkheid van een omslag op de Nederlandse woningmarkt, ook zijn er momenteel zorgen over de haperende Chinese economie. Deze risico's worden hieronder kort langsgelopen.

Ondanks de coronasteunpakketten is de Nederlandse overheidsschuld in Europees perspectief laag; het risico op een eurocrisis is echter nog steeds aanwezig. De lage overheidsschuld in Nederland maakt weerbaar voor volgende crises. De overheidsschulden in andere Europese landen zijn echter verder toegenomen en bevinden zich vaak op een veel hoger niveau dan in Nederland. Door de inflatie- en renteontwikkelingen, die met name in Zuid-Europese landen tot hogere rentelasten op overheidsschulden kunnen leiden, bestaat er nog steeds een risico op een nieuwe eurocrisis.

De schulden van Nederlandse bedrijven zijn al tijden hoog; dit kan herstel na crises moeilijker maken. Nederland kent in vergelijking met andere Europese landen hoge bedrijfsschulden, al is de solvabiliteit juist relatief hoog. Een economische schok die de verdien- en terugbetaalcapaciteit negatief beïnvloedt, kan de

financiële positie van bedrijven onder druk zetten met meer faillissementen tot gevolg. Ook wordt het herstel na een crisis hierdoor bemoeilijkt. Bedrijven met relatief veel schulden op de balans investeren minder.

Het coronavirus is nog niet weg en blijft een risico vormen voor de economie en de financiële stabiliteit. Vooral nieuwe besmettingen kunnen de economie raken. Hoewel het aantal faillissementen nog steeds zeer laag is, kan dit door opstapelende problemen – zowel door nieuwe coronabesmettingen als door stijgende energielasten en rentes – toenemen. Afnemende terugbetaalcapaciteit bij een deel van de huishoudens en bedrijven vanwege corona kan tot oninbare leningen leiden, met verliezen bij kredietverleners tot gevolg.

De coronacrisis en de oorlog in Oekraïne hebben tot meer volatiliteit op financiële markten geleid, met doorwerking op zowel de financiële sector als de reële economie. Toenemende volatiliteit kan leiden tot hogere financieringskosten. Dit zet druk op nieuwe investeringen van bedrijven. Daarnaast kunnen er afwaarderingen plaatsvinden, vanwege hogere marktrenten en meer onzekerheid, wat tot verliezen kan leiden bij financiële instellingen. Ook kan een hogere mate van volatiliteit resulteren in een toename van onderpandverplichtingen. Dit kan een kettingreactie van gedwongen verkopen in gang zetten die zijn weerslag heeft op het gehele financiële systeem. Een hogere mate van onzekerheid kan zich ook uiten in een vertrouwensverlies bij huishoudens, een afname van consumptie en een toename in besparingen.

Woningprijzen zijn in Nederland sterk gestegen, hierdoor kunnen problemen ontstaan. Door een prijscorrectie kan een deel van de huishoudens financieel onder water komen te staan. Dit is met name een probleem voor de huishoudens die ook over weinig overig financieel vermogen (zoals spaartegoeden) kunnen beschikken. De kans dat dit leidt tot grote verliezen bij financiële instellingen lijkt echter beperkt, dankzij de Nationale Hypotheek Garantie, doordat Nederlandse huishoudens relatief trouw hun hypotheeklasten betalen en vanwege de aanzienlijke buffers van banken.

Haperingen in de Chinese economie en vastgoedsector lijken slechts beperkte directe gevolgen te hebben voor de Nederlandse financiële sector. Nieuwe lockdowns in China vanwege het *zero-covid*-beleid kunnen internationale waardeketens verder verstoren. Daarnaast staat de Chinese vastgoedmarkt onder druk, zoals bijvoorbeeld blijkt uit de betalingsproblemen van Evergrande. De directe blootstelling van Nederlandse financiële instellingen aan China is beperkt. De indirecte gevolgen kunnen groter zijn, voornamelijk omdat financiële instellingen in andere landen een grote verwevenheid met China hebben en handelsverstoringen kunnen toenemen.

Alertheid blijft nodig bij een aantal andere in eerdere rapportages gesignaleerde risico's. Financiële risico's op verliezen op leningen en investeringen door klimaatveranderingen zijn op de korte termijn beperkt, maar kunnen op de langere termijn grotere gevolgen hebben voor financiële instellingen. Daarnaast kunnen niet-bancaire financiële instellingen systeemrisico's vergroten als er verliezen geleden worden, vanwege de aanzienlijke omvang, de rol in effectenhandel en de verwevenheid met andere financiële instellingen. Ook de zoektocht naar rendement (*search for yield*) bij zowel financiële instellingen als huishoudens verdient aandacht. Bij correcties op financiële markten kan deze zoektocht naar rendement tot verliezen en onzekerheid leiden, met negatieve gevolgen voor de financiële stabiliteit.

3 De oorlog in Oekraïne

De economische en financiële gevolgen van de oorlog in Oekraïne zijn deels nog moeilijk in te schatten. In dit hoofdstuk besteden wij aandacht aan de risico's – voor het Nederlandse financiële stelsel – die volgen uit de oorlog in Oekraïne.² Door de sancties en de oorlog loopt zowel de Russische als de Oekraïense economie schade op. Via verschillende verwevenheden en de oplopende energieprijzen – en daarmee inflatie – kan de oorlog in Oekraïne de Nederlandse financiële sector raken. Aangezien nog veel onzeker is, schetsen wij hier de risico's die tot dusverre zijn in te schatten.

Het conflict en de sancties hebben consequenties voor de Nederlandse financiële stabiliteit. Om Rusland te bewegen te stoppen met de oorlog, zijn er internationaal economische, financiële en politieke sancties getroffen tegen Rusland. De sancties betreffen onder meer het uitsluiten van een aantal Russische financiële instellingen van het internationale betalingssysteem SWIFT,³ en het bevriezen van een deel van de door Rusland aangehouden internationale reserves. Ook wordt er in Europa – net als in de Verenigde Staten – nagedacht over een verbod op het importeren van Russisch gas en olie (er is al een importverbod op Russische kolen afgekondigd).⁴ De oorlog en sancties zorgen vooral voor veel onzekerheid, ook op financiële markten (zie ook hoofdstuk 7). Voor een groot deel komt deze onzekerheid door de zorgen over energielevering van Rusland en over hoe waardeketens, bedrijven en huishoudens hierdoor onder druk komen te staan. De problemen bij bedrijven en huishoudens kunnen substantieel toenemen als de energielevering of -import uit Rusland volledig worden stopgezet. Via een mogelijke toename aan oninbare leningen kunnen ook financiële instellingen dan geraakt worden.

De hoge energieprijzen hebben een weerslag op de reële economie en kunnen zo een risico vormen voor de financiële sector. Eén van de directe gevolgen van de oorlog is het sterk oplopen van energieprijzen (zie figuur 1). Dit leidt tot een nog sterkere opwaartse druk op de Nederlandse inflatie (zie hoofdstuk 4). In een recente publicatie beschrijft het CPB de gevaren voor Nederlandse waardeketens door de internationale handelssancties tegen Rusland.⁵ In deze studie zijn kwetsbare sectoren op basis van verlies van toegevoegde waarde in kaart gebracht. Twee sectoren die met name als gevoelig zijn aangemerkt door hogere energieprijzen zijn de mijnbouw- en landbouwsector. Hoewel de Nederlandse mijnbouw- en olieverwerkingssector een stijging van de uitvoer – door hogere prijzen – zal doormaken, wordt er in deze sector ook veel geïmporteerd. Daardoor neemt de toegevoegde waarde relatief veel af. Ook in de landbouw kan de toegevoegde waarde dalen door verhoogde importkosten. De hogere energieprijzen kunnen de financiële positie en terugbetaalcapaciteit van bedrijven in deze kwetsbare sectoren onder druk zetten, vooral als het verlies aan toegevoegde waarde (door hogere kosten) niet kan worden doorberekend aan klanten. Ook huishoudens hebben door de hoge energieprijzen minder ruimte om geld uit te geven.⁶ Hierdoor kunnen kredietverstrekkers te maken krijgen met verliezen op leningen aan huishoudens en bedrijven die onder druk komen te staan door de hoge energieprijzen.

² In het Verdiepingsdocument bij het Centraal Economisch Plan (CEP) 2022 van het CPB is een somber scenario geschetst, waarin de Nederlandse economie harder geraakt wordt door de gevolgen van de oorlog ([link](#)).

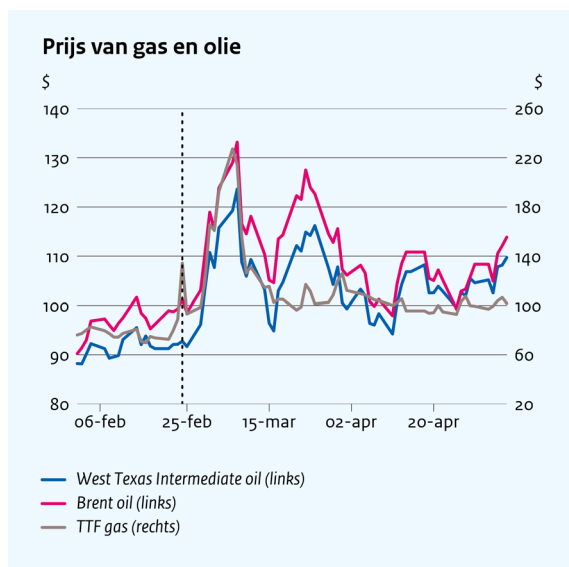
³ De Europese Commissie geeft een overzicht van maatregelen waarbij Russische, en Wit-Russische, financiële instellingen uit worden gesloten van SWIFT ([link](#)). Het afsluiten van energiecontracten is nog niet stopgezet via SWIFT.

⁴ Voor een opsomming van de verschillende sanctiemaatregelen die tot dusverre zijn getroffen, zie bijvoorbeeld het overzicht “EU restrictive measures against Russia over Ukraine (since 2014)” van de Europese Raad ([link](#)).

⁵ De CPB policy brief “Analyse van de internationale handelssancties tegen Rusland” is op 23 maart 2022 gepubliceerd. In de publicatie worden de kwetsbare sectoren op basis van 2-digit-industrie-classificatiecodes vastgesteld ([link](#)). Op basis van geaggregeerde uitkomsten op 1-digit-niveau relateren wij deze aan de blootstelling van banken aan 1-digit-sectoren. Binnen sectoren kunnen sommige deelsectoren kwetsbaarder zijn dan andere, en niet alle sectoren waar banken blootstelling aan hebben konden in de publicatie worden meegenomen.

⁶ Zie bijvoorbeeld CPB, het Centraal Economisch Plan (CEP) 2022, maart 2022 ([link](#)).

Figuur 1: Energieprijzen schieten door het dak door de oorlog in Oekraïne



Bron: Datastream. De figuur toont de prijs voor TTF-gas en per vat olie in dollars, voor directe aankoop (de spotprijs).

De directe blootstelling van Nederlandse financiële instellingen aan Rusland lijkt beperkt.⁷ Deze data van grensoverschrijdende blootstellingen – vorderingen – geven echter niet altijd het volledige beeld weer, doordat er een beperking zit aan de beschikbaarheid van de data. De Bank of International Settlements (BIS) rapporteerde een totaal van 6,5 mld euro aan blootstellingen van de Nederlandse bankensector aan Rusland (figuur 2, links). Inmiddels blijkt ING alléén al voor 6,7 mld euro blootgesteld te zijn aan Rusland.⁸ Ten opzichte van de totale balans van ING eind 2021 is dit ongeveer 0,7% van alle uitzettingen. Een deel van deze blootstellingen is afgedekt via verzekeringen waardoor er minder risico wordt gelopen op afwaarderingen voor de kapitaalpositie, aldus ING.⁹ De andere Nederlandse grootbanken hebben aangegeven beperkte blootstelling aan Rusland te hebben.¹⁰ De Nederlandse pensioenfondsen hebben aangegeven een gezamenlijke blootstelling van 5 mld euro aan Rusland in de boeken te hebben staan.¹¹ Ten opzichte van de totale activa van pensioenfondsen is dit ongeveer 0,3%. Het risico op grote afschrijvingen, en daarmee verliezen, is dus beperkt. Ook voor andere Europese landen lijkt de blootstelling aan Rusland van de bankensector beperkt en deze is ook afgebouwd sinds de annexatie van de Krim in 2014 (figuur 2, links).

Nederlandse banken lijken ook een geringe blootstelling aan Oekraïne te hebben. De oorlog heeft de economie van Oekraïne hard geraakt. Hiermee bestaat er een kans dat leningen aan Oekraïense bedrijven en huishoudens later – of niet – terugbetaald zullen worden. Dit kan dan directe gevolgen hebben voor Nederlandse banken die leningen hebben verstrekt aan Oekraïense bedrijven en huishoudens. De BIS rapporteert een totaal aan vorderingen van Nederlandse banken op Oekraïne van 410 mln dollar per het derde kwartaal van 2021.¹² Daar staat tegenover een totaal van slechts 88 mln dollar aan verplichtingen. Deze

⁷ Het artikel van DNB, Hoe we economische geraakt worden door de oorlog in Oekraïne, van 17 maart 2022 geeft een overzicht van de blootstellingen van Nederlandse financiële instellingen aan Rusland. Deze lijken t.o.v. de balanstotalen zeer gering te zijn ([link](#)).

⁸ De BIS Consolidated Banking Statistics neemt niet alle activa van banken mee. In de data van de BIS Consolidated Banking Statistics wordt bijvoorbeeld geen rekening gehouden met mogelijke verzekeringen en financiële derivaten, die kunnen worden ingezet om risico's op wanbetaling af te dekken.

⁹ Op 4 maart 2022 publiceerde ING een update van de blootstellingen aan Rusland ([link](#)); van de 6,7 mld aan blootstellingen geeft ING aan dat reeds 2,5 mld is afgedekt via verzekeringen of garanties.

¹⁰ Zie het bericht van de Rabobank van 25 februari 2022, Het Rusland-Oekraïne conflict en de Rabobank, over de beperkte blootstelling aan beide landen ([link](#)).

¹¹ Zie het FD-artikel, Rusland is nu een paria op de financiële markten, 3 maart 2022 ([link](#)).

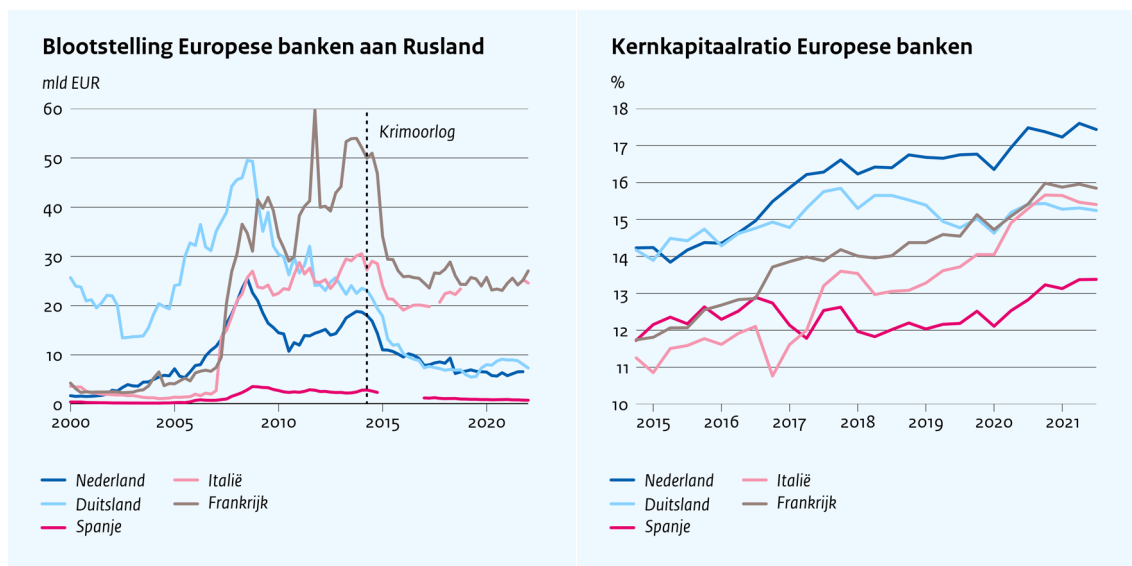
¹² Bank of International Settlements: Locational Banking Statistics.

uitzettingen van Nederlandse banken zijn aanzienlijk kleiner dan de blootstelling aan Russische bedrijven en huishoudens. Het risico op grote verliezen vanwege de blootstelling aan Oekraïne is daarmee beperkt.

De Nederlandse bankensector heeft grote buffers en is daardoor in staat klappen op te vangen (figuur 2, rechts). Ook in andere Europese landen zijn kapitaalratio's van banken toegenomen. Ten tijde van de coronacrisis was er weinig tot geen afname in de kapitaalpositie van de bankensectoren te zien. Daarentegen hebben banken in andere landen – bijvoorbeeld Frankrijk – een grotere blootstelling aan Rusland. Echter, gegeven de sterkere kapitaalpositie, en gegeven dat deze blootstellingen ten opzichte van de totale omvang van de bankensector beperkt zijn,¹³ is het risico op een systeemcrisis afkomstig van de directe blootstellingen aan Rusland beperkt. De Nederlandse bankensector is daarmee ook minder kwetsbaar voor mogelijke problemen in de bankensector van andere Europese landen, die op hun beurt een grotere blootstelling aan Rusland kunnen hebben.

Hoewel de directe blootstelling van de Nederlandse bankensector aan Rusland beperkt lijkt, kunnen er wel grotere gevolgen zijn via leningen aan bedrijven in kwetsbare sectoren. Vooral de Rabobank heeft met respectievelijk 72 mld euro en 1 mld euro een aanzienlijke blootstelling aan de kwetsbare sectoren – mijnbouw en landbouw – zoals geïdentificeerd in de CPB-publicatie.¹⁴ ABN Amro heeft een totale blootstelling van ongeveer 7 mld euro aan deze twee sectoren en ING 13 mld euro. De Nederlandse bankensector kan daardoor kwetsbaar zijn voor mogelijke verliezen op de leningen aan deze sectoren. Belangrijk is echter dat voornamelijk specifieke deelsectoren – zoals de glastuinbouw – hard geraakt kunnen worden door de hoge energieprijzen en sancties. Ook kan een deel van de hogere kosten door energie worden doorberekend aan klanten, wat de last op de financiële positie van bedrijven kan laten afnemen. Daardoor hoeven niet alle leningen van banken aan deze sectoren onder druk te staan van de hogere energieprijzen. Het is echter op basis van publiekelijk beschikbare data niet mogelijk de blootstelling van banken aan deelsectoren verder in kaart te brengen.

Figuur 2: Blootstelling Nederlandse banken aan Rusland beperkt (links), Europese banken goed gekapitaliseerd (rechts)



Bron: blootstelling van bankensectoren aan Rusland (links) is afkomstig van de BIS Consolidated Banking Statistics. Voor Nederlandse banken is geen update van het vierde kwartaal van 2021 beschikbaar. De kernkapitaalratio's (rechts) zijn afkomstig van de ECB Statistical Data Warehouse.

¹³ De bankensector in Frankrijk bedraagt meer dan 9,000 mld euro (zie de BIS Consolidated Banking Statistics, voor de totale assets in dollar), wat maakt dat de blootstelling van de Franse bankensector aan Rusland slecht ongeveer 0,3% is van de totale balans.

¹⁴ Voor de blootstelling van banken aan kwetsbare sectoren maken wij gebruik van de informatie gepubliceerd in de European Banking Authority (EBA) Transparency Exercise van juni 2021.

De Nederlandse financiële sector kan indirect harder geraakt worden als de hoge energieprijzen tot een recessie leiden, of wanneer de oorlog in andere Europese landen voor grote problemen zorgt. ¹⁵ Vanwege de oorlog in Oekraïne zijn energieprijzen in Nederland hard gestegen. Dit kan een recessie op gang brengen wanneer de hoge energieprijzen lang aanhouden en bedrijven en huishoudens hun bestedingen verminderen vanwege afnemend vertrouwen of bestedingsruimte. Hierdoor kan er ook druk komen te staan op de leningen van financiële instellingen, en kan de financiële stabiliteit in gevaar komen. Met name Europese landen die relatief veel gas (maar ook olie) gebruiken zijn gevoelig voor de gestegen energieprijzen. Landen, zoals Italië en Nederland worden daarmee harder geraakt dan bijvoorbeeld Duitsland. ¹⁶ De mate waarin landen geraakt worden hangt bij gas ook af van de mogelijkheid om naar andere aanbieders over te stappen. Vooral voor een aantal Oost-Europese landen, zoals Slowakije, Hongarije en Roemenië, zal dit lastig zijn. ¹⁷ Vanwege de handelsrelaties kan de Nederlandse economie verder onder druk komen te staan als andere Europese landen last ondervinden van de oorlog, sancties en inflatie. Dit kan de Nederlandse financiële sector harder raken door blootstellingen aan andere Europese landen die onder een grotere druk staan van de hogere energieprijzen.

Daarnaast kunnen er afwaarderingen op financiële markten plaatsvinden. Deze afwaarderingen kunnen plaatsvinden door het versneld inzetten van de energietransitie, of doordat er meer onzekerheid komt over het pad van de energietransitie waardoor de kosten toenemen. ¹⁸ Daarnaast kunnen afwaarderingen ook komen door een snellere afbouw van de monetaire stimuleringsprogramma's om de opgelopen inflatie, mede door hogere energieprijzen, te bestrijden (zie ook hoofdstuk 4). Nederlandse financiële instellingen kunnen door deze afwaarderingen verliezen lijden. Daarnaast staan dochters van Russische banken die actief zijn in Europa op omvallen, of zijn reeds failliet. Dit geldt ook voor de Amsterdam Trade Bank, die is omgevallen door de beperkingen in financiële transacties door de sanctiemaatregelen. De risico's voor het Europese financiële stelsel lijken echter mee te vallen, doordat de banken in omvang relatief beperkt zijn en een aanzienlijk deel van de deposito's onder garantieregelingen vallen. ¹⁹

Ook de kans op cyberaanvallen is toegenomen, mede vanwege de oorlog in Oekraïne. Sinds de coronacrisis zijn meer processen gedigitaliseerd en wordt er steeds meer vanuit huis gewerkt. Hierdoor bestaat het risico dat bedrijfsprocessen, waaronder ook betalingsverkeer, stil komen te liggen bij cyberaanvallen. ²⁰ Hoewel het risico op het stilvallen van het betalingssysteem tot dusverre beperkt lijkt, kan het door de oorlog in Oekraïne relevanter worden. Er zijn bijvoorbeeld signalen bij de MIVD binnengekomen dat sinds de oorlog in Oekraïne steeds meer Russische spionnen aanwezig zijn in Nederlandse routers. ²¹ Het risico bestaat hierdoor dat huishoudens, bedrijven en het financiële systeem hinder kunnen ondervinden door cyberaanvallen.

¹⁵ Zie bijvoorbeeld het scenario gepresenteerd in het CEP 2022-Verdiepingsdocument van het CPB ([link](#)).

¹⁶ Zie de CPB-publicatie met een analyse van de internationale handelssancties tegen Rusland (voetnoot 5) en het artikel van Bloomberg, JPMorgan Slashes Italy, Spain GDP Forecasts on War Shock, 23 maart 2022 ([link](#)).

¹⁷ Zie bijvoorbeeld de Bruegel studie, Preparing for the first winter without Russian gas, 28 februari 2022 ([link](#)), en Can Europe manage if Russian oil and coal are cut off, 17 maart 2022 ([link](#)).

¹⁸ Zie bijvoorbeeld het FT artikel, Will the Ukraine war derail the green energy transition, 8 maart 2022 ([link](#)).

¹⁹ De Europese Centrale Bank heeft op 28 februari 2022 aangegeven dat een aantal Russische dochterondernemingen van banken in Europa op omvallen staan ([link](#)). En op 22 april 2022 heeft De Nederlandsche Bank aangegeven dat de Amsterdam Trade Bank onder het depositogarantiestelsel valt ([link](#)).

²⁰ Het NCTV-rapport, Cybersecuritybeeld Nederland, beschrijft de cybersecurityrisico's voor Nederland ([link](#)), als ook het jaarverslag over 2021 van de AIVD ([link](#)).

²¹ Zie bijvoorbeeld het bericht van de MIVD van 3 maart 2022 over de aanwezigheid van Russische spionnen in Nederlandse routers ([link](#)).

4 Inflatie, rentes en monetair beleid

Dit hoofdstuk beschrijft de financiële risico's van de hoge inflatie en van de reactie daarop van monetair beleid. Eerst wordt de ontwikkeling van de inflatie en de daarmee gepaard gaande financiële risico's besproken. Vervolgens worden de risico's van de monetaire beleidsreactie op de hogere inflatie beschreven. De effecten hiervan lopen vooral via hogere kapitaalmarktrentes, die zowel de terugbetaalcapaciteit van bedrijven, huishoudens en overheden onder druk kunnen zetten als tot afwaarderingen op financiële activa kunnen leiden.

4.1 Oplopende inflatie

Prijzen van consumentengoederen en -diensten zijn de afgelopen maanden fors gestegen als gevolg van stijgende energie- en voedselprijzen, leveringsproblemen en het heropenen van de economie. Het CBS rapporteerde dat de inflatie in Nederland, gemeten als de stijging in consumentenprijzen (HICP), in april 2022 11,2% bedroeg. Hiermee is het Nederlandse inflatiecijfer hoog, zowel in historisch perspectief als ten opzichte van het gemiddelde van de eurozone (zie figuur 3). Ook de kerninflatie – het inflatiecijfer zonder energie- en voedselprijzen – is in april 2022 gestegen naar 3,9% in Nederland en 3,5% in de eurozone. Dit illustreert dat de stijging van de energie- en voedselprijzen de voornaamste component is van de hoge inflatie in Nederland en de eurozone, maar dat de inflatie ook begint door te sijpelen in andere consumentenprijzen. De stijging van de energieprijzen is het resultaat van een toegenomen vraag naar olie en gas in combinatie met achterblijvend aanbod daarvan.²² De oorlog in Oekraïne heeft de energieprijzen in het voorjaar van 2022 verder doen stijgen (zie ook hoofdstuk 3).²³ Daarnaast is er voor verschillende goederen sprake van verstoorde leveringsketens,²⁴ terwijl de vraag sterk toeneemt na de coronacrisis.²⁵

De capaciteit van huishoudens en bedrijven om leningen terug te betalen kan verzwakken door stijgende prijzen van goederen en diensten. Omdat de inflatie met name wordt veroorzaakt door hogere importprijzen die doorwerken in de prijzen van tal van producten, verslechtert de koopkracht van Nederlandse huishoudens als loonstijging achterblijft. Door de stijging van consumentenprijzen houden huishoudens minder geld over om hun leningen en hypotheek terug te betalen. Daar staat tegenover dat de Nederlandse economie ruilvoetverlies leidt als de waarde van importen harder stijgt dan die van exporten. Ook de terugbetaalcapaciteit van bedrijven kan hierdoor onder druk komen te staan.²⁶ Dit kan resulteren in meer wanbetalingen voor banken, die daardoor verliezen op de uitstaande leningen lijden. Hogere importprijzen kunnen ook zorgen voor een afname van de consumptie en investeringen, met een krimp van de economische groei – en toekomstige terugbetaalcapaciteit van huishoudens en bedrijven – tot gevolg.

²² Al voor het uitbreken van de oorlog in Oekraïne was er sprake van een toegenomen vraag naar olie en gas door het wereldwijde economische herstel na de coronapandemie en relatief kleine energievoorraden. Daarnaast was er sprake van achterblijvend aanbod van (met name Russisch) gas. Zie ook CPB, Verdieping Centraal Economisch Plan 2022, 16 maart 2022 ([link](#)).

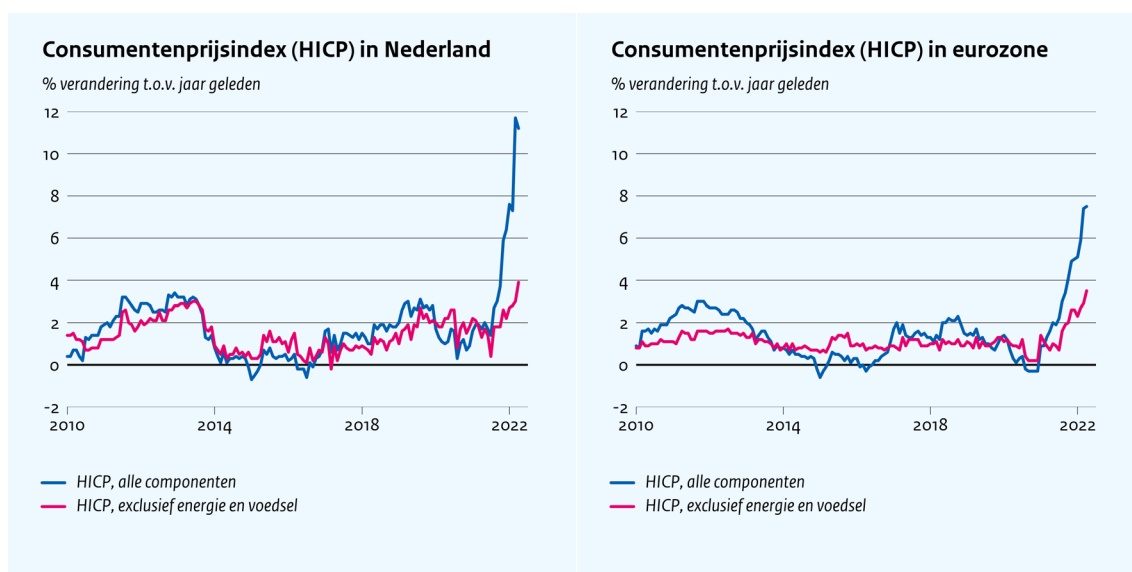
²³ De Europese gasprijzen vertonen inmiddels enige stabilisatie, zie ook figuur 1 in hoofdstuk 3. Een scenario waarin hogere energieprijzen een structureel karakter krijgen, is wanneer de Russische gastoevoer wordt afgekoppeld. Zie ook CPB, Analyse van de internationale handelssancties tegen Rusland, 23 maart 2022 ([link](#)).

²⁴ De recente lockdowns in China zullen de leveringsketens de komende maanden naar verwachting verder verstoren. Zie het artikel van Bloomberg, Global Supply Chain Crisis Flares Up Again Where It All Began, 25 april 2022 ([link](#)).

²⁵ Zie CPB, Verdieping Centraal Economisch Plan 2022, 16 maart 2022 ([link](#)).

²⁶ Dit is afhankelijk van de mate waarin bedrijven de hogere inkoopkosten doorberekenen in hun prijzen, de elasticiteit van de vraag en de mate waarin de lonen worden aangepast. Door de complexiteit van deze effecten is het lastig om een inschatting van het netto-effect te maken.

Figuur 3: Consumentenprijzen in Nederland (links) en de eurozone (rechts) zijn sterk gestegen



Bron: Eurostat ([link](#))

Naast meer wanbetalingen lopen banken ook andere risico's door de toenemende inflatie, alhoewel ze de mogelijkheid hebben om deze af te dekken. Inflatie kan ervoor zorgen dat schuldeisers zoals banken de reële waarde van hun leningenportefeuille zien slinken: schuldenaars, zoals huishoudens met een hypotheek, betalen immers euro's terug die minder waard zijn in de toekomst. Voor banken geldt dat zij langlopende leningen verstrekken die zij financieren met kortlopende schulden. Omdat deze schulden regelmatig hergefinancierd moeten worden en de schuldeisers van de bank hogere nominale rentes eisen ter compensatie van de inflatie, kan dit in theorie leiden tot hogere financieringslasten.²⁷ De impact van dit effect is afhankelijk van de mate waarin banken dit risico kunnen afdekken met behulp van derivaten. Het is op basis van openbare data niet mogelijk in te schatten in hoeverre banken dit afdekken en welke tegenpartijen dit risico hebben overgenomen.

4.2 Monetair beleid

Om de oplopende inflatie te remmen, heeft de ECB besloten de monetaire steunpakketten af te bouwen.²⁸ Om de inflatie te beteugelen, heeft de ECB aangekondigd het volume van aankopen onder het *Asset Purchase Programme* (APP) af te bouwen.²⁹ Terwijl de aankoopprogramma's worden afgebouwd, heeft de ECB de (lage) beleidsrentes voorlopig nog niet verhoogd vanwege onzekerheden in het financiële systeem. De kans op een eerste renteverhoging in juli wordt door financiële markten als hoog ingeschat, mede vanwege de hints van ECB-president Lagarde.³⁰ Hoewel het zaak is dat het monetaire beleid niet abrupt wordt aangepast, riskeert de ECB met deze geleidelijke afbouw van de steun dat de inflatie langer aanhoudt en de ECB mogelijk in de toekomst abrupt moet bijsturen. Dat kan bijvoorbeeld leiden tot een plotselinge afwaardering van vermogenstitels als aandelen, zoals later in dit hoofdstuk wordt beschreven. Mede doordat de context in de VS

²⁷ Dit effect wordt versterkt bij afvlakking van de rentecurve. Dit houdt in dat het verschil tussen de rente op lange en korte termijnschuld afneemt. In de eurozone is het verschil tussen 10-jaars en 2-jaars rente op de spotmarkt echter gestegen sinds 2020, in tegenstelling tot de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Bron: Datastream.

²⁸ Zie het Economic Bulletin van de ECB, 13 april 2022 ([link](#)).

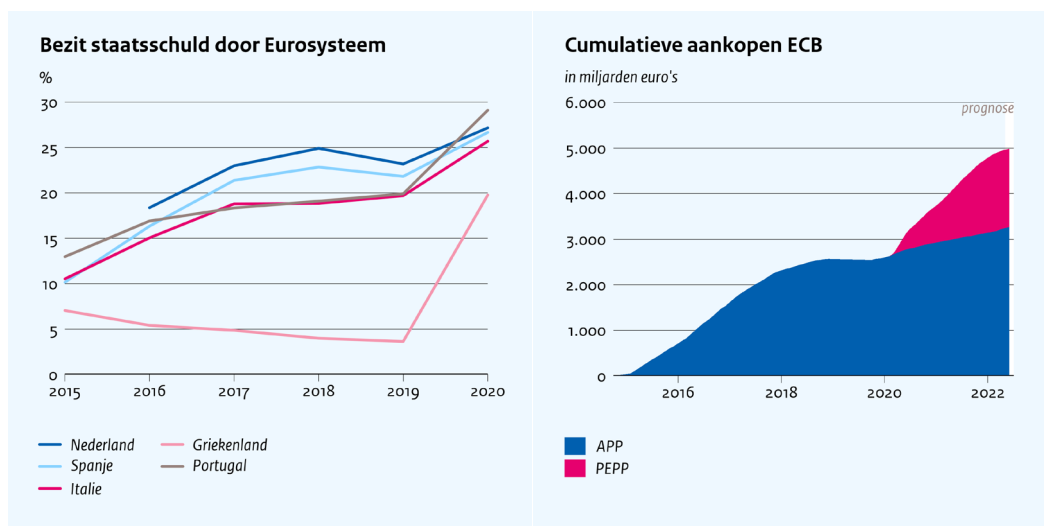
²⁹ Netto aankopen uit het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) zijn al gestopt per einde maart. De ECB heeft dit voorjaar besloten om de aankopen onder het APP af te bouwen naar 40, 30 en 20 miljard euro in respectievelijk april, mei en juni 2022. Zie de ECB, combined monetary policy decisions and statement, 14 april 2022 ([link](#)).

³⁰ Zie bijvoorbeeld het Reuters artikel, ECB firms up expectations for July interest rate hike, 11 mei 2022 ([link](#)).

anders is, voornamelijk in de onderliggende factoren van inflatie, ³¹ verschilt het beleid van de ECB sterk met dat van de Fed (de centrale bank in de VS). Als reactie op de hoge inflatie in de VS (8,5% totale inflatie en 6,5% kerninflatie³²) heeft die de rente verhoogd en de opkoopprogramma's eerder afgebouwd.

De afbouw van de monetaire stimulans kan schulden duurder maken door een stijging van kapitaalmarktrentes. De afgelopen jaren heeft het ruime monetaire beleid van de ECB de kosten van (her)financiering van schuld door zowel bedrijven³³ als overheden³⁴ in de eurozone gedrukt. Ten eerste is de ECB een grote koper op de markt voor bedrijfs- en overheidsschuld (zie figuur 4). Dit heeft bijgedragen aan een daling van kapitaalmarktrentes op die schulden. Het afbouwen van deze aankoopvolumes kan leiden tot hogere rentes op nieuwe schuld en het herfinancieren van bestaande schuld. Zo'n stijging van de kapitaalmarktrentes heeft zich eerder in de VS voorgedaan, toen de Fed in 2013 aankondigde de aankoopprogramma's af te bouwen.³⁵ Ook voor Nederland kan de afbouw zich vertalen in een hogere rente op (nieuwe) staatsschuld. Ten tweede heeft de ECB een lage beleidsrente gehanteerd (tegen de zogenoemde *zero lower bound*). Banken hebben hierdoor ook een lage rente doorberekend aan schuldenaars, waaronder huishoudens en bedrijven. Een verhoging van de beleidsrente kan dit omdraaien, waardoor de financieringskosten verder toenemen.

Figuur 4: De ECB bezit een aanzienlijk deel van overheidsschulden (links) vanwege de aankoopprogramma's de afgelopen jaren (rechts)



Bron: Eurostat (omvang staatsschuld, jaareinde) en ECB (APP en PEPP aankopen, [link](#)), bewerking CPB. In de linker figuur is een selectie landen geïllustreerd.

Hogere kapitaalmarktrentes voor bedrijven en overheden kunnen de economische groei remmen en wanbetalingen op leningen aan banken laten stijgen. Ten eerste kan de financiering van bedrijfs- en overheidsinvesteringen duurder worden. Als dat leidt tot een afname van investeringen, kan de economische groei afgeremd worden. Ten tweede kunnen de financiële posities van bedrijven, die door corona al verzwakt zijn, verder verslechteren door hogere rentelasten. Als bedrijven deze hogere rentelasten niet kunnen dragen, ³⁶ kan dat het wanbetalingsrisico verhogen voor banken. Ten slotte kunnen banken ook verliezen

³¹ Zie bijvoorbeeld het statement van de Fed over de hoge inflatie in de VS, 16 maart 2022 ([link](#)).

³² Bron: Bureau of Labor Statistics ([link](#)).

³³ Bats, J.V. (2020). Corporates' dependence on banks: The impact of ECB corporate sector purchases. DNB Working Paper, No. 667 ([link](#)), Betz, F. & de Santis, R. (2019). ECB corporate QE and the loan supply to bank-dependent firms. ECB Working Paper, No. 2314 ([link](#)).

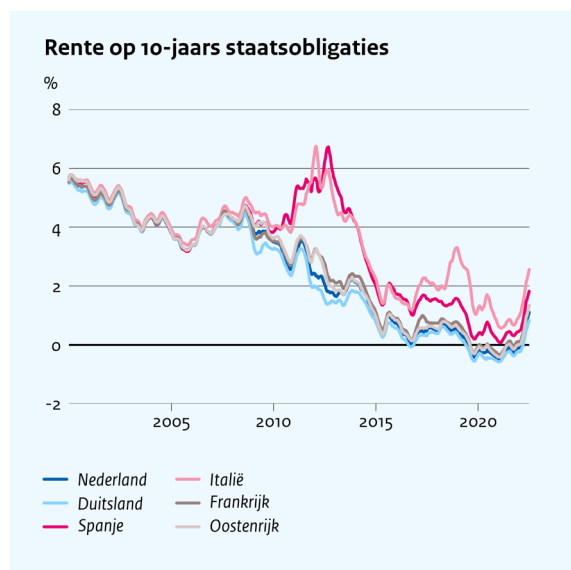
³⁴ Broeders, D., de Haan, J., van den End, J.W. (2022). How QE changes the nature of sovereign risk. DNB Working Paper, No. 737 ([link](#)).

³⁵ Neely, C. J. (2014). "Lessons from the taper tantrum." *Economic Synopsis - Federal Reserve Bank of St. Louis*, Issue 2 ([link](#)).

³⁶ Dit kan met name problematisch zijn voor bedrijven met hoge schulden en/of bedrijven die minder inkomsten genereren, omdat consumenten door de lagere koopkracht mogelijk minder consumeren.

lijden als overheden door hogere rentelasten in de problemen komen. Hoge schulden in met name Zuid-Europese landen vormen hier een probleem. De rentes op schulden van landen met hoge schulden zijn reeds gestegen (zie figuur 5), waardoor de terugbetaalcapaciteit afneemt. Vanwege de verwevenheid tussen banken en overheden in met name Zuid-Europa,³⁷ kan ook de stabiliteit van banken aldaar in gevaar komen. Hierdoor is het risico op een Europese schuldencrisis nog steeds aanwezig (zie ook hoofdstuk 5). Het is de vraag in hoeverre het uiteenlopen van kapitaalmarktrentes tussen landen kan worden tegengegaan, zowel door nationale overheden als de ECB.

Figuur 5: Rentes op overheidsschulden opgelopen, met name in Zuid-Europa



Bron: Datastream

Hogere kapitaalmarktrentes kunnen ook leiden tot een afwaardering van beleggingen, hoewel de solvabiliteit van institutionele beleggers daardoor niet direct hoeft te dalen. Door hogere kapitaalmarktrentes kan de waarde van financiële activa dalen, toekomstige kasstromen worden immers tegen een hogere rente verdisconteerd. Dat kan leiden tot een afwaardering van financiële activa in de boeken van beleggers.³⁸ Als dit gepaard gaat met massale en mogelijk zichzelf versterkende verkopen van beleggingen kunnen grotere problemen ontstaan (zie ook hoofdstuk 7).³⁹ Forse afwaarderingen van beleggingen kunnen de solvabiliteit van institutionele beleggers dus onder druk zetten, maar er zijn ook voordelen verbonden aan hogere kapitaalmarktrentes. Zo hoeven verzekeraars en pensioenfondsen minder vermogen aan te houden, omdat bij hogere rentes de huidige waarde van hun toekomstige verplichtingen daalt.⁴⁰ Het ‘netto’-effect van hogere kapitaalmarktrentes op de solvabiliteit van deze instellingen hangt af van de samenstelling van de balans op instellingsniveau. Ten slotte kunnen ook banken bij hogere rentes, op langere termijn, de marge vergroten tussen de rentes die zij betalen aan hun schuldeisers en die zij vragen van hun leners.⁴¹

³⁷ Hiermee wordt de ‘sovereign-bank-nexus’ bedoeld. Zie voor een beschrijving CPB, Risicorapportage Financiële Markten, 25 mei 2021 ([link](#)).

³⁸ Deze beleggingen worden namelijk gewaardeerd door de toekomstige kasstromen te verdisconteren tegen een discontovoet die is opgebouwd uit de risicovrije-rente en een risico-opslag. Bij een stijging van de discontovoet door een stijging in de risicovrije-rente, volgend op een verhoging van de beleidsrente door een centrale bank, neemt de waarde van deze beleggingen af.

³⁹ Zie ook DNB, Overzicht Financiële Stabiliteit (najaarseditie), 11 oktober 2021 ([link](#)).

⁴⁰ Ondanks de onrust op financiële markten in de afgelopen periode, steeg de dekkingsgraad van de pensioensector in zijn geheel in het eerste kwartaal van 2022 met 4,5%-punt naar 118,8% dankzij de stijgende rekenrente. Bron: DNB ([link](#)). De dekkingsgraad, die de verhouding weergeeft tussen de waarde van de beleggingen en de verplichtingen van een pensioenfonds, zal echter geen rol meer spelen in het nieuwe pensioenstelsel dat vanaf januari 2023 wordt uitgerold.

⁴¹ Zie Ampudia, M. & Van den Heuvel, S. (2019). Monetary policy and bank equity values in a time of low interest rates. ECB Working Paper Series, No 2199 ([link](#)).

5 Schulden: overheden en bedrijven

Hoge schulden maken economieën kwetsbaar voor economische schokken. Hoge schulden maken een economie vooral kwetsbaar als het eigen vermogen of de verdien capaciteit tekortschiet. Dit geldt zowel voor schulden van bedrijven en overheden als voor huishoudens. Dit hoofdstuk gaat over de schuldposities van de Nederlandse overheid en bedrijven. Die worden in perspectief geplaatst tegenover een aantal andere Europese economieën. Aangezien huishoudschulden vooral uit hypotheek bestaan, worden deze bij de Nederlandse woningmarkt in hoofdstuk 8 besproken.

5.1 Overheidsschulden

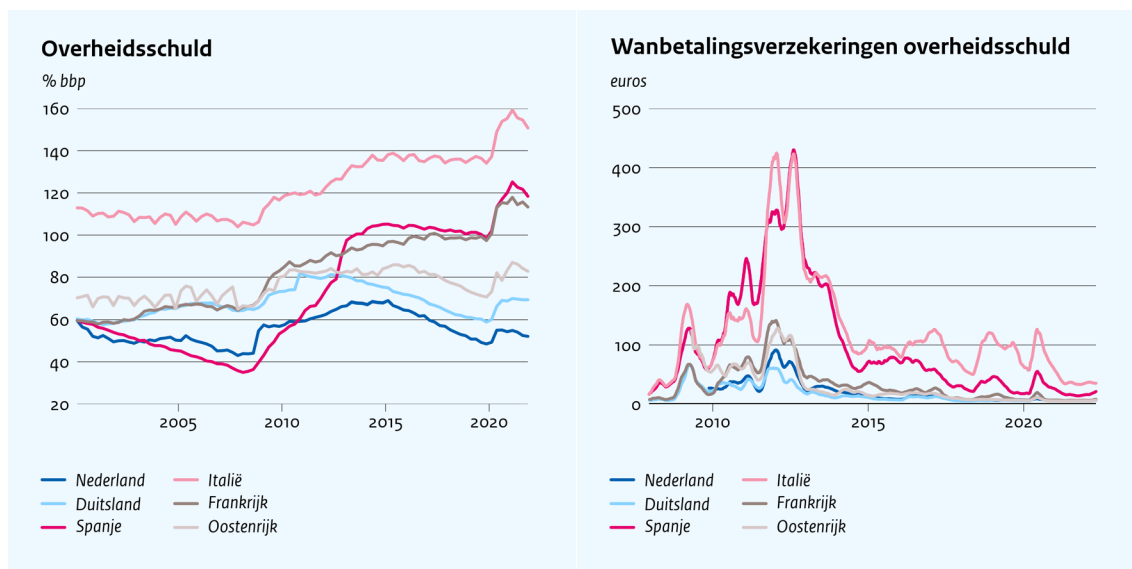
De Nederlandse staatsschuld is ondanks de coronasteunpakketten nog laag, waardoor het land nog weerbaar is bij volgende crises. In het begin van de coronacrisis heeft de overheid veel geld uitgegeven aan steunpakketten en was er gelijktijdig een krimp van de economie. In figuur 6 (links) is te zien dat de staatsschuld begin 2020 is gestegen. Sindsdien is die echter door het economisch herstel weer gedaald naar ongeveer 53% in het derde kwartaal van 2021. Verwacht wordt dat deze trend nog een jaar doorzet.⁴² Daarmee heeft Nederland één van de laagste staatsschulden in de Europese Unie. Dit is een gunstige positie, waardoor de Nederlandse economie weerbaar is bij volgende crises. Ook is Nederland daardoor aantrekkelijk op het moment dat investeerders een veilige haven zoeken (*flight to safety* en *flight to quality*).⁴³ Er ligt echter wel een gevaar op de loer: vanwege de geplande uitgaven van het huidige kabinet wordt verwacht dat de staatsschuld na 2023 gaat oplopen.⁴⁴ Hierdoor kan de weerbaarheid van de Nederlandse economie dankzij de lage staatsschuld op termijn afnemen.

⁴² Zie CPB, Centraal Economisch Plan 2022, 9 maart 2022 ([link](#)).

⁴³ Zie bijvoorbeeld Costantini, M. & Sousa, R. M. (2022). What uncertainty does to euro area sovereign bond markets: flight to safety and flight to quality. *Journal of International Money and Finance*, 122 ([link](#)); Beber, A., Brandt, M. W. and Kacajecz, K. A. (2009). Flight-to-quality or flight-to-liquidity? Evidence from the Euro-area bond market. *The Review of Finance Studies*, 925-957 ([link](#)).

⁴⁴ Zie CPB, Centraal Economisch Plan 2022, 9 maart 2022 ([link](#)).

Figuur 6: Overheidsschulden zijn sterk toegenomen (links), maar geschat risico op staatsschuld nog laag (rechts)



Bron: Eurostat (links) en prijzen 5-jarige wanbetalingsverzekeringen (credit default swaps) op de staatsschuld uit Datastream (rechts). De credit default swaps voor Nederland zijn pas vanaf 2009 beschikbaar in Datastream.

De overheidsschulden in andere Europese landen zijn aanzienlijk hoger, waardoor het risico op een schuldencrisis nog steeds aanwezig is. Met name in Zuid-Europese landen zijn overheidsschulden hoog en sinds de coronacrisis zijn die verder toegenomen. Deze schuldenposities maken de economieën van deze landen kwetsbaar, vooral in het geval rentelasten op overheidsschulden stijgen en de terugbetaalcapaciteit in de knel komt. De rentes op overheidsschulden van landen met hoge schulden zijn meer toegenomen dan voor landen met lage schulden (zie ook figuur 5 in hoofdstuk 4). Hierdoor is het risico op een schuldencrisis nog steeds aanwezig. Daarentegen zijn de verwachtingen van financiële markten over de terugbetaalcapaciteit van kwetsbare (Zuid-Europese) landen nog positief gestemd (zie figuur 6, rechts). De hoge schulden in ontwikkelingslanden buiten de Europese Unie zijn verder toegenomen, maar vormen desondanks geen groot risico voor de internationale financiële stabiliteit, en daarmee ook niet voor Nederland (zie het kader).

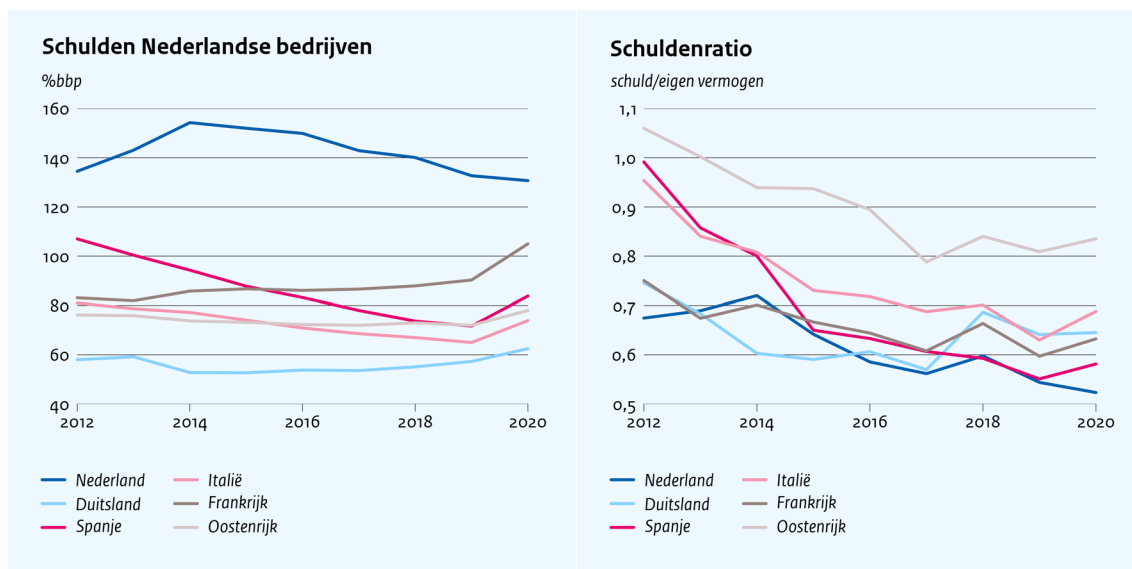
5.2 Bedrijfsschulden

Nederlandse bedrijven hebben relatief hoge schulden, hier staat echter ook veel eigen vermogen tegenover, wat goed is voor de weerbaarheid. In vergelijking met andere Europese landen hebben Nederlandse bedrijven relatief hoge schulden (zie figuur 7, links). Hier staat echter óók veel eigen vermogen bij bedrijven tegenover, waardoor de ratio van schuld over eigen vermogen in Nederland lager uitvalt dan in andere Europese economieën (zie figuur 7, rechts). Dit maakt de schuldenlast dragelijker in geval van economische tegenspoed. Bovendien blijkt uit onderzoek op basis van microdata van een aantal jaren geleden dat deze hoge schulden voornamelijk zitten bij grote multinationals. Het Nederlandse middenbedrijf heeft een stuk minder schuld op de balans staan in verhouding tot zijn totale activa.⁴⁵ Over het algemeen hebben kleine bedrijven ook het meeste last van inkrappende kredietverlening door banken bij economische neergang.⁴⁶

⁴⁵ Zie bijvoorbeeld CPB, Assets and liabilities of Dutch non-financial firms, 23 augustus 2017 ([link](#)); Jansen, C. & Ligthart, M. (2014). Spaaroverschot niet-financiële bedrijven: ontwikkeling, oorzaken en gevolgen. CPB Achtergronddocument, 28 augustus ([link](#)); CPB, De financiële positie van het midden- en kleinbedrijf in Nederland, 27 juni 2014 ([link](#)).

⁴⁶ Zie bijvoorbeeld Khwaja, A. I. & Main, A. (2008). Tracing the impact of bank liquidity shocks: evidence from an emerging market. *American Economic Review*, 1413-42 ([link](#)).

Figuur 7: Nederlandse bedrijven hebben relatief hoge schulden (links), maar ook veel eigen vermogen (rechts)



Bron: Eurostat ([link](#)).

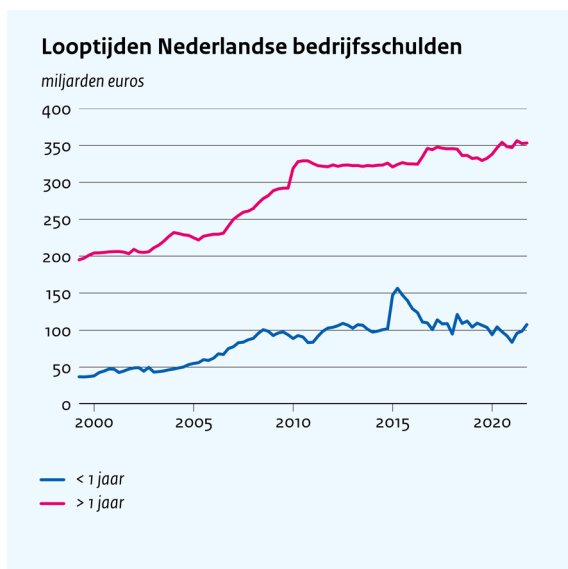
Hoge bedrijfsschulden bemoeilijken herstel na crises vanwege herfinancieringsproblemen en afname van investeringen. Uit onderzoek blijkt dat de economieën van landen die sterk afhankelijk zijn van kredietfinanciering sterker krimpen na een financiële crisis.⁴⁷ Dit komt voornamelijk doordat de kredietverlening dan veelal inkrimpt,⁴⁸ terwijl er juist dan extra financiering nodig kan zijn. Dit probleem wordt groter naarmate de looptijd van de schulden korter is, omdat er dan op korte termijn een hogere financieringsvraag kan optreden. Het goede nieuws is dat het grootste deel van de Nederlandse schulden een looptijd kent van langer dan één jaar (zie figuur 8). Maar als er een langere recessie zou komen, kunnen er herfinancieringsproblemen ontstaan. Een ander mechanisme dat herstel na crises belemmert, is het zogeheten *debt overhang*-kanaal. Bedrijven met hoge schulden ten opzichte van hun totale balans investeren doorgaans minder. Dit heeft invloed op het groeipotentieel van de economie.⁴⁹ Tijdens een economische neergang wordt dit probleem bijna automatisch groter omdat de bezittingen van een bedrijf, de totale activa, dan minder waard worden. De schuld ten opzichte van de totale activa wordt dan groter.

⁴⁷ Zie bijvoorbeeld Gambacorta, L., Yang, J., and Tsatsaronis, K. (2014). Financial Structure and Growth. *BIS Quarterly Review* March, 21-35, ([link](#)).

⁴⁸ Zie bijvoorbeeld Khwaja, A. I. & Main, A. (2008). Tracing the impact of bank liquidity shocks: evidence from an emerging market. *American Economic Review*, 1413-42, ([link](#)); Ivashina, V. & Scharfstein, D. (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial Economics*, 319-338 ([link](#)); Jimenez, G., Ongena, S., Peydró, J., and Saurina, J. (2012). Credit supply and monetary policy: identifying the bank balance-sheet channel with loan applications. *American Economic Review*, 2301-2326 ([link](#)).

⁴⁹ Zie bijvoorbeeld Kalemli-Özcan, S., Laeven, L. & Moreno, D. (2018). Debt Overhang, Rollover Risk and Corporate Investment: Evidence from the European Crisis. *NBER Working Paper* ([link](#)).

Figuur 8: De looptijden van Nederlandse bedrijfsschulden zijn vooral langer dan één jaar

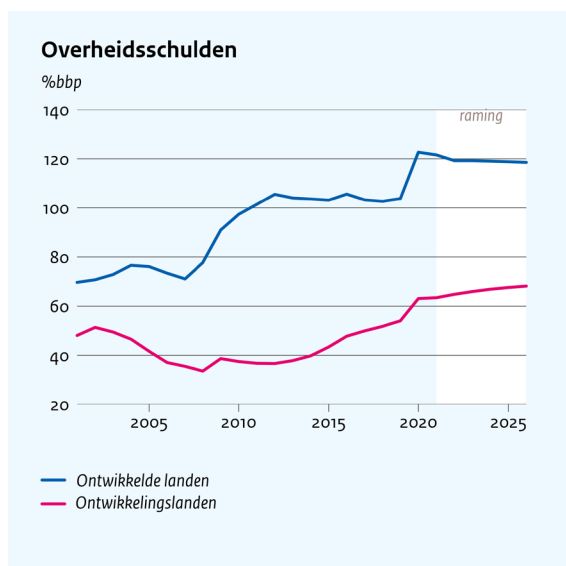


Bron: ECB Statistical Data Warehouse.

Kader: Stijgende overheidsschulden in ontwikkelingslanden

Overheidsschulden nemen toe in ontwikkelingslanden, wat in die landen problemen kan veroorzaken. In het afgelopen jaar is de overheidsschuld van ontwikkelingslanden zo'n 10 procentpunt toegenomen in verhouding tot de economie (zie de figuur hieronder). Dit is een sterke toename in één jaar, maar maakt ook onderdeel uit van een langere trend die sinds de financiële crisis gaande is. Sindsdien zijn de overheidsschulden in ontwikkelingslanden zo'n 20-25 procentpunten toegenomen. Hoewel de schulden van ontwikkelingseconomieën lager zijn dan die van ontwikkelde economieën, kunnen deze wellicht sneller problematisch worden. Ontwikkelingseconomieën hebben vaak hogere en meer variabele rentelasten, onder andere omdat de looptijden van hun staatsobligaties vaak korter zijn. Dit zet de terugbetaalcapaciteit van de desbetreffende overheden onder druk. Bovendien geven ontwikkelingseconomieën vaak hun schuld uit in buitenlandse valuta. Dit maakt hun schuldpositie kwetsbaar voor plotselinge wisselkoersveranderingen.¹

Stijgende overheidsschulden bij ontwikkelingseconomieën



Bron: IMF, World Economic Outlook 2021. Onder ontwikkelingslanden vallen bijvoorbeeld de landen: Argentinië, Brazilië, China, Mexico, en Turkije; onder ontwikkelde landen vallen bijvoorbeeld: Duitsland, Nederland en de Verenigde Staten.

Deze stijgende overheidsschulden van ontwikkelingseconomieën vormen waarschijnlijk geen groot risico voor de mondiale financiële stabiliteit. Hoewel deze kwetsbare positie door de stijgende overheidsschulden van ontwikkelingseconomieën een voorbode kan zijn van een economische crisis in die landen,² is dit geen groot risico voor Nederland of andere ontwikkelde economieën. Van vorige crises in ontwikkelingseconomieën, zoals die in Argentinië in 1999 en 2020 of Azië in 1997, leren we dat deze een beperkt effect hebben op de economische groei of financiële stabiliteit in ontwikkelde economieën.

¹ Badia et al (2021), 'Debt Dynamics in Emerging and Developing Economies: Is R-G a Red Herring?', IMF Working Paper ([link](#)); Pazarbasioglu & Reinhart (2022), 'Shining a Light on Debt', IMF Finance & Development ([link](#)).

² Kose et al (2020), 'Debt and financial crises: will history repeat itself?' VOXEU. ([link](#)).

6 De economische en financiële risico's van het coronavirus

Het coronavirus is niet weg en blijft naast een gezondheidsrisico ook een economisch risico. Een jaar geleden leek de komst van zeer effectieve vaccins het aantal besmettingen laag te houden of het virus zelfs te elimineren. Nu verwachten de meeste virologen echter herhaalde besmettingsgolven in de komende jaren.⁵⁰ Bovendien is er geen reden om aan te nemen dat toekomstige varianten noodzakelijkerwijs vergelijkbaar of minder ernstig zullen zijn dan de huidige omikronvariant of dat onze bestaande immuniteit tegen nieuwe varianten even effectief zal zijn als tegen omikron.⁵¹ Daardoor vormt het coronavirus nog steeds een gezondheidsrisico. Toekomstig golven kunnen dalingen in economische activiteit veroorzaken, menselijk kapitaal beschadigen en leiden tot nieuwe maatregelen, die ook financiële risico's met zich mee zullen brengen de komende jaren.

Vooraf nieuwe varianten en besmettingsgolven kunnen de economische activiteit van huishoudens en bedrijven negatief beïnvloeden. Als de gezondheidsrisico's van toekomstige varianten groter zijn dan de huidige omikronvariant, zullen sommige mensen hun consumptiepatronen aanpassen en overheden opnieuw contactbeperkende maatregelen opleggen. Dit kan wereldwijd negatieve gevolgen hebben voor de economische groei en kan tot eventuele faillissementen leiden. De komst van nieuwe varianten betekent echter niet dat de economische schade zo groot zal zijn als in maart 2020. Vanaf de zomer van 2020 waren dalingen in het bbp tijdens besmettingsgolven namelijk aanzienlijk kleiner dan tijdens de eerste golf. Dit laat zien dat bedrijven (en huishoudens) een manier lijken te hebben gevonden om met contactbeperkende maatregelen om te gaan, bijvoorbeeld door online of op bestelling aankopen te doen.⁵² Essentieel in het beperken van de economische schade is niet alleen het aanpassingsvermogen van bedrijven en consumenten, maar ook dat vaccins effectief blijven en/of dat van nieuwe vaccins snel en breed gebruik wordt gemaakt.

Het aantal faillissementen is nog zeer laag gebleven, maar dat kan mettertijd toenemen. In 2020 en 2021 waren er in Nederland beduidend minder faillissementen dan voor de coronapandemie (zie figuur 9). Grotendeels is dat het gevolg van het uitgebreide steunbeleid. Dit remde de verslechtering in de financiële positie van bedrijven af.⁵³ Naar verwachting zal het aantal faillissementen toenemen nu deze steunmaatregelen zijn gestopt, mede doordat schulden – onder andere door belastinguitstel – in bepaalde sectoren zijn toegenomen tijdens de coronacrisis (zie ook hoofdstuk 5).⁵⁴ Het is aannemelijk dat meer bedrijven die *dankzij* de steunmaatregelen de afgelopen twee jaar bleven bestaan nu failliet gaan. De coronacrisis kan ook structurele veranderingen in consumptiepatronen hebben veroorzaakt, zoals veranderingen in de manier van aankopen (meer online bijvoorbeeld) of het type consumptie (andere vrijetijdsbesteding bijvoorbeeld). Er kunnen bedrijven zijn die hierdoor, in een wereld met terugkerende besmettingsgolven, een minder bestendig bedrijfsmodel blijken te hebben. Ook dat kan bijdragen aan een stijging van het aantal faillissementen. Momenteel is er echter nog weinig bekend over welke bedrijfsmodellen wel of niet rendabel zijn op de lange termijn.

⁵⁰ Zie bijvoorbeeld de scenario's van Britse expert commissie SAGE, One-hundred-and-fifth SAGE meeting on COVID-19, 10 februari 2022 ([link](#)).

⁵¹ Zie Markov, P.V., Katzourakis, A. & Stilianakis, N.I. (2022). Antigenic evolution will lead to new SARS-CoV-2 variants with unpredictable severity. *Nature Reviews Microbiology*, 20, 251–252 ([link](#)).

⁵² Zie bijvoorbeeld de ESB-blog van Elbourne, A. en B. Overvest, Tweede golf had economisch veel minder impact, ESB, 6 juli 2021 ([link](#)).

⁵³ Zie Adema, Y. et al. (2021). Economische analyse steunpakket 2020, CPB notitie ([link](#)).

⁵⁴ De Kamer van Koophandel geeft in zijn 2022-onderzoek aan dat een groot deel van de ondernemers er slecht voor staat. Zie KVK verwacht toename faillissementen en stoppers, 6 april 2022 ([link](#)).

Figuur 9: Ontwikkeling aantal faillissementen in Nederland 2000-2021



Bron: CBS, Faillissementen ([link](#))

Werknemers zullen vaker ziek zijn en kunnen langdurige gezondheidsschade ontwikkelen, waardoor de financiële positie van bedrijven en huishoudens onder druk kan komen te staan. Terugkerende besmettingsgolven betekenen dat bedrijven moeten omgaan met een structureel hoger ziekteverzuim, ook door medewerkers die getroffen zijn door langdurige gezondheidsschade (zoals *Long COVID*).⁵⁵ De schattingen van hoeveel mensen langdurige klachten ervaren, lopen uiteen: het RIVM schat bijvoorbeeld dat 20% van de besmette personen klachten heeft vier tot vijf weken na besmetting.⁵⁶ Dat betekent dat een aanzienlijk deel van de beroepsbevolking langdurig klachten overhoudt aan een coronabesmetting. Ter illustratie: in het Verenigde Koninkrijk hebben al 1,3 mln mensen tussen de 25 en 69 last van langdurige klachten, wat neerkomt op ongeveer 4% van de beroepsbevolking.⁵⁷ Daardoor is er een kans dat mensen minder productief zullen zijn of niet voltijds kunnen werken, waardoor ook bedrijven te maken kunnen krijgen met langdurige onderbezetting. Onderzoek van het RIVM onderschrijft die bevinding: zo'n 70% van mensen met langdurige coronagerelateerde klachten in Nederland kan minder of niet werken.⁵⁸ Voor huishoudens kan dat problemen met het betalen van de vaste lasten veroorzaken, wanneer het verlies aan inkomen bijvoorbeeld niet opgevangen kan worden door een partner. Langdurige ziekteverzuim door corona kan ook de krapte op de arbeidsmarkt vergroten, omdat bedrijven lastiger personeel kunnen aantrekken.⁵⁹

Banken kunnen de komende jaren te maken krijgen met een toename van oninbare leningen. De financiële uitgangssituatie van bedrijven, met name in sectoren waar lockdowns golden, is verzwakt na twee jaar coronacrisis.⁶⁰ Minder genereus steunbeleid van overheden kan, zeker bij een heropleving van het virus, tot een verdere verzwakking leiden van de financiële posities van bedrijven. Dit kan gevolgen hebben voor de terugbetaalcapaciteit van leningen van bedrijven en verhoogt daarmee het risico op wanbetaling op balansen van banken. Dit risico wordt echter niet verminderd als coronasteun doorgaat, maar vraagt om aanpassingen

⁵⁵ Zie Spinney, L. (2022). Pandemics disable people — the history lesson that policymakers ignore. *Nature* 602, 383-385 ([link](#)).

⁵⁶ Zie de RIVM-berichtgeving over langdurige coronaklachten ([link](#)).

⁵⁷ Zie de ONS long covid survey van het Verenigd Koninkrijk ([link](#)).

⁵⁸ Zie het artikel van de RIVM, Zorggebruik neemt toe bij langdurige COVID-19 klachten, 29 november 2021 ([link](#)).

⁵⁹ Zie het Brookings-rapport: Bach, K. (2022). Is 'long Covid' worsening the labor shortage? 11 januari ([link](#)).

⁶⁰ Onderzoek van DNB laat zien dat verslechtering van de financiële situatie van bedrijven geconcentreerd is in sectoren waar contact beperkende maatregelen veel impact had. Zie De Winter, J. en B. Pruijt (2022). De invloed van het corona steunen herstellepakket op het Nederlandse bedrijfsleven, DNB 29 maart ([link](#)).

in de bedrijfsmodellen.⁶¹ Gunstig is dat banken in het verleden weerbaar zijn gebleken tegen coronagerelateerde verliezen⁶² en relatief weinig blootstelling hebben aan de zwaarst getroffen sectoren.⁶³ De gevolgen voor banken in de toekomst hangen af van de eerder beschreven omstandigheden, waaronder: het aanpassingsvermogen van bedrijven, consumptiepatronen, steunbeleid van de overheid en financiële (uitgangs-)posities.

7 Volatiliteit op financiële markten

De coronacrisis en de oorlog in Oekraïne leiden tot meer volatiliteit op financiële markten. Deze toegenomen mate van volatiliteit is zichtbaar in een aantal risicomaatstaven, maar valt mee in historisch perspectief. De VSTOXX-index geeft de verwachte volatiliteit⁶⁴ op de Europese aandelenmarkt weer; de MOVE-index is het equivalent voor de Amerikaanse obligatiemarkt (figuur 10, links). Bij de uitbraak van de coronacrisis in 2020 evenaarde de VSTOXX-index bijna het niveau van de financiële crisis in 2008, om vervolgens rond een niveau net boven het langjarige gemiddelde te schommelen. De MOVE-index vertoonde ook grotere uitslagen rondom de uitbraak van de coronapandemie en de oorlog in Oekraïne. Andere factoren die vermoedelijk bijgedragen hebben aan de hogere mate van volatiliteit op de beurs zijn de hoge inflatie en de bijkomende onzekerheid over de reactie van centrale banken.⁶⁵

Bij grote onzekerheid zoeken investeerders naar een veilige haven. Bij deze zogenoemde *flight-to-safety* neemt de vraag naar bijvoorbeeld Duitse en Nederlandse staatsobligaties toe. Deze obligaties worden beschouwd als zeer veilig en de eerstgenoemde dient als *benchmark* voor de Europese obligatiemarkt.⁶⁶ Figuur 10 (rechts) laat zien dat het verschil tussen de rente op Italiaanse en Duitse (en Nederlandse) obligaties flink is gestegen bij de uitbraak van de coronacrisis en in zekere mate ook in de periode voorafgaand aan de oorlog in Oekraïne. Ten opzichte van risicovollere Italiaanse staatsobligaties, ontstond er in deze periodes relatief meer vraag naar veilige Duitse staatsobligaties, met als gevolg dat de rente op de Duitse obligaties relatief daalde ten opzichte van de Italiaanse. Door deze ‘vlucht naar veilige havens’ kunnen rentes op staatsobligaties van landen met hoge schulden toenemen. Dit kan de terugbetaalcapaciteit van deze landen doen afnemen en afwaarderingen van financiële activa op gang brengen.

Marktschommelingen kunnen versterkt worden door een gebrek aan liquiditeit in de markt. De mate van liquiditeit geeft aan hoe eenvoudig het is een financieel product te kopen of te verkopen op de markt, zonder daarbij de prijs ervan te beïnvloeden. Wanneer er op een markt sprake is van opgedroogde liquiditeit, kan dit grote prijsfluctuaties tot gevolg hebben. Zo was er in maart 2020 sprake van een opgedroogde markt voor Amerikaanse staatsobligaties.⁶⁷ Ruime liquiditeitssteun van de Fed heeft toen grotere problemen

⁶¹ Zie bijvoorbeeld Overvest, B. en A. Elbourne (2022). Van coronasteun naar generiek beleid. *CPB coronapublicatie*, maart ([link](#)).

⁶² Zie bijvoorbeeld de stresstest van bedrijven tijdens de coronacrisis, en de mogelijke gevolgen voor de bancaire sector, in de risicorapportage financiële markten 2021 van het CPB ([link](#)).

⁶³ Zie Soederhuizen, B., L. Bettendorf, H. van Heuvelen, B. Kramer en S. Lammers (2020). De gevolgen van de coronacrisis voor Nederlandse bedrijven en banken, *CPB coronapublicatie* ([link](#)).

⁶⁴ De verwachte volatiliteit, ook wel *implied volatility* genoemd, geldt als graadmeter voor de toekomstige marktbevingen en wordt berekend aan de hand van optieprijsen. Dit in tegenstelling tot de historische volatiliteit die de gerealiseerde prijschommelingen meet.

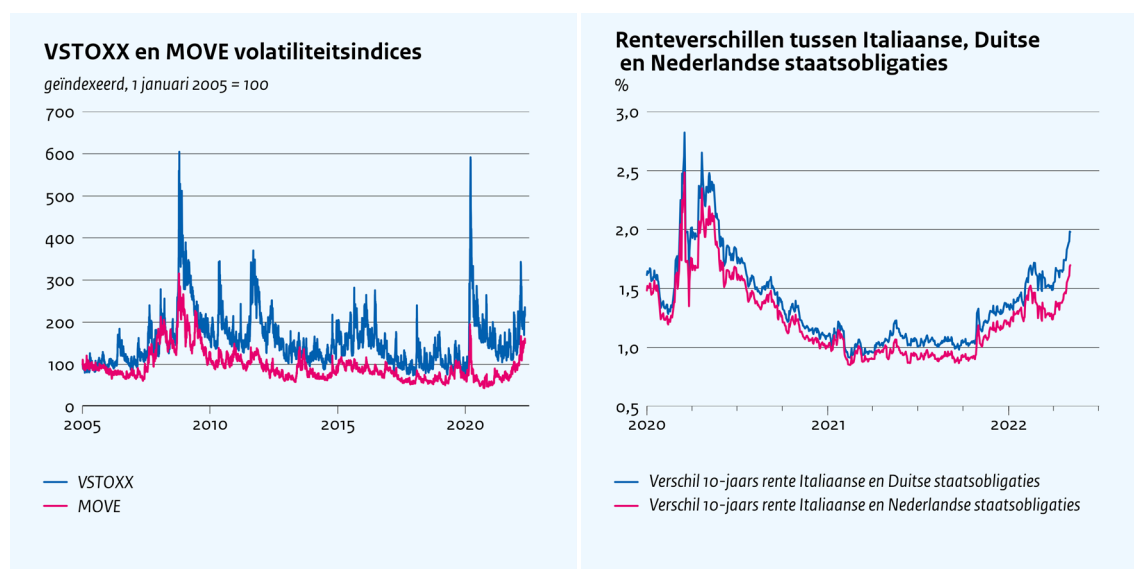
⁶⁵ Engle, R., Ghysels, E. & Sohn, B. (2013). Stock market volatility and macroeconomic fundamentals. *The Review of Economics and Statistics*, 95(3), 776-797 ([link](#)).

⁶⁶ Habib, M., Stracca, L. & Venditti, F. (2020). The fundamentals of safe assets. *ECB Working Paper Series* ([link](#)), wijzen de volgende kenmerken aan om een obligatie als veilig te karakteriseren: de stabiliteit van de obligatie in het verleden, de kwaliteit van instituties en de grootte van de obligatiemarkt.

⁶⁷ Duffie, D. (2020). Still the World's Safe haven? – Redesigning the US Treasury market After the Covid-19 Crisis. *Hutchins Center Working Paper*, 62 ([link](#)).

voorkomen.⁶⁸ Het risico bestaat dat de financiële sector, ook in Europa, gaat anticiperen op de steun vanuit centrale banken en excessief risico gaat nemen door onvoldoende liquiditeitsbuffers aan te houden.⁶⁹

Figuur 10: Financiële markten zijn gevoelig voor onzekere tijden (links) en investeerders zijn op zoek naar veilige haven (rechts)



Bron: Datastream

Een hogere mate van volatiliteit gaat gepaard met risico's voor zowel financiële markten als de reële economie. Allereerst jaagt een hogere volatiliteit de financieringskosten van ondernemingen op. Ter compensatie van de hogere mate van onzekerheid over de toekomstige waarde van beleggingen, eisen investeerders een hoger rendement, ofwel een verlaging van de aankoopprijs.⁷⁰ Dalende activaprijzen kunnen resulteren in verliezen op de beleggingsportefeuilles van financiële instellingen. Daarnaast kan een hogere mate van volatiliteit ertoe leiden dat ondernemers investeringen uitstellen om zodoende beter te kunnen inschatten wat de slagingskansen zijn van een project in een veranderende economische omgeving.⁷¹ Ook kunnen consumenten worden afgeschrikt door de hogere mate van onzekerheid. Dit uit zich in een vertrouwensverlies, een afname van consumptie en een toename van besparingen.⁷²

Daarnaast kan meer volatiliteit leiden tot een toename in onderpandverplichtingen, wat een kettingreactie van gedwongen verkopen tegen aanzienlijk lage prijzen kan uitlokken. Veel financiële transacties worden afgewikkeld door centrale tegenpartijen (CCP's) die onderpand vereisen.⁷³ Wanneer de volatiliteit stijgt, moet er meer onderpand worden gestort op transacties met derivaten. Als financiële instellingen niet genoeg liquide middelen hebben om hieraan te voldoen, moeten ze bezittingen verkopen tegen lage prijzen. Dit kan een negatieve spiraal van paniekverkopen uitlokken, die zijn weerslag heeft op het

⁶⁸ Liang, N., & Parkinson, P. (2020). Enhancing liquidity of the US Treasury market under stress. *Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings Working Papers*, (72), 16 ([link](#)).

⁶⁹ Wanneer marktparticipanten geloven dat de centrale bank ingrijpt in periodes van financiële stress hebben financiële instellingen minder motivatie om zorgvuldig risicobeleid te voeren. Dit zogeheten *moral hazard*-probleem wordt beschreven in Bevilacqua et al. (2021). The Calming of Short-Term Market Fears and Its Long-Term Consequences: The Central Banks' Dilemma, *SSRN working paper* ([link](#)).

⁷⁰ Dit wordt ook wel de risicopremie genoemd.

⁷¹ Zie Bernanke B.S. (1983). Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 85-106 ([link](#)).

⁷² Zie De Wind, J. & Grabska, K. (2016). The Impact of Uncertainty Shocks: Continental Europe versus the Anglo-Saxon World. *CPB discussion paper* ([link](#)), voor een analyse van de gevolgen van onzekerheidsschokken op de reële economie.

⁷³ In CPB, Risicorapportage Financiële Markten 2019, 4 juni 2019 ([link](#)), wordt de werking van centrale tegenpartijen beschreven in het special topic. De daarin beschreven inzichten zijn nog steeds van toepassing.

gehele financiële systeem. Een gerelateerd recent voorbeeld is de Duitse onderpandschaarste in het voorjaar van 2022. Bij het uitbreken van de oorlog in Oekraïne steeg de vraag naar Duitse obligaties. Er was echter niet genoeg aanbod om aan de toegenomen vraag te voldoen, mede omdat specifieke obligaties in het bezit waren van Russische partijen die waren uitgesloten van handel. Om de financiële markten niet te verstoren, heeft de Duitse overheid toen aangekondigd om de uitgifteomvang van deze obligaties te vergroten.⁷⁴

De Nederlandse pensioenfondsen kunnen kwetsbaar zijn voor een toename van onderpandverplichtingen. Pensioenfondsen hebben grote derivatenportefeuilles voor het afdekken van rente- en valutarisico's.⁷⁵ In Nederland worden deze transacties voor een groot deel centraal afgehandeld.⁷⁶ De heftige bewegingen op de rente- en valutamarkt in het voorjaar van 2020 resulteerden in aanzienlijke onderpandverplichtingen in derivatenportefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen. Het *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) van de ECB verminderde de liquiditeitsdruk en voorkwam zo grotere problemen.⁷⁷ Mede vanwege mogelijke afbouw van de steunmaatregelen van de ECB (zie ook hoofdstuk 4) ligt een dergelijk scenario nog steeds op de loer.

8 De Nederlandse woningmarkt

Woningprijzen stegen de afgelopen jaren snel door een combinatie van economische, financiële en beleidsmatige oorzaken. Sinds de dip van de woningmarkt in 2013 zijn prijzen snel gestegen. In 2021 zijn woningprijzen met 15,2% gestegen, na eveneens forse prijsstijgingen in 2019 en 2020 van respectievelijk 6,9% en 7,8%.⁷⁸ Tot 2020 was deze prijsstijging het sterkst in het westen van het land; sindsdien is de stijging het sterkst in Noord- en Oost-Nederland (figuur 11, links).⁷⁹ De hausse op de woningmarkt komt doordat het aanbod van koopwoningen achterblijft terwijl de vraag toeneemt.⁸⁰ De grote vraag naar woningen wordt veroorzaakt door verschillende factoren. Zo vloeiden door corona opgebouwde spaartegoeden deels naar de woningmarkt⁸¹ en was de hypotheekrente in 2021 historisch laag (figuur 11, rechts).⁸² Beleid dat het makkelijker maakt om een woningaankoop te financieren – in de vorm van de hypotheekrenteaftrek, de verlaging van de overdrachtsbelasting, de stijging van de maximale leenruimte, of de schenkingsvrijstelling – stimuleert de vraag en draagt daarmee niet bij aan het afremmen van prijsstijgingen.⁸³

⁷⁴ Zie het artikel van Bloomberg, *Germany Suspects Bond Shortage Is Caused by Sanctioned Holders*, 3 maart 2022 ([link](#)).

⁷⁵ Zie AFM, *Liquiditeitsrisico van margin calls in maart 2020*, 16 december 2021 ([link](#)).

⁷⁶ Het is de bedoeling dat dit op Europees niveau verplicht wordt gesteld halverwege 2023, maar in Nederland maken de meeste pensioenfondsen al gebruik van centrale clearing. Zie de brief van ESMA aan de Europese commissie, *Clearing obligation for pension scheme arrangements*, 25 januari 2022 ([link](#)).

⁷⁷ Zie AFM, *Liquiditeitsrisico van margin calls in maart 2020*, 16 december 2021 ([link](#)).

⁷⁸ Bron: CBS ([link](#)). Alle woningprijzen die in dit hoofdstuk worden genoemd zijn nominale prijzen.

⁷⁹ Volgens het Planbureau voor de Leefomgeving wordt dit regionale patroon hooguit in beperkte mate door corona bepaald en betreft dit een regionale inhaalslag die zich al voor de pandemie had ingezet. Zie Planbureau voor de Leefomgeving, *Thuiswerken en de gevolgen voor wonen, werken en mobiliteit*, PBL-publicatie 4686, 9 september 2021 ([link](#)).

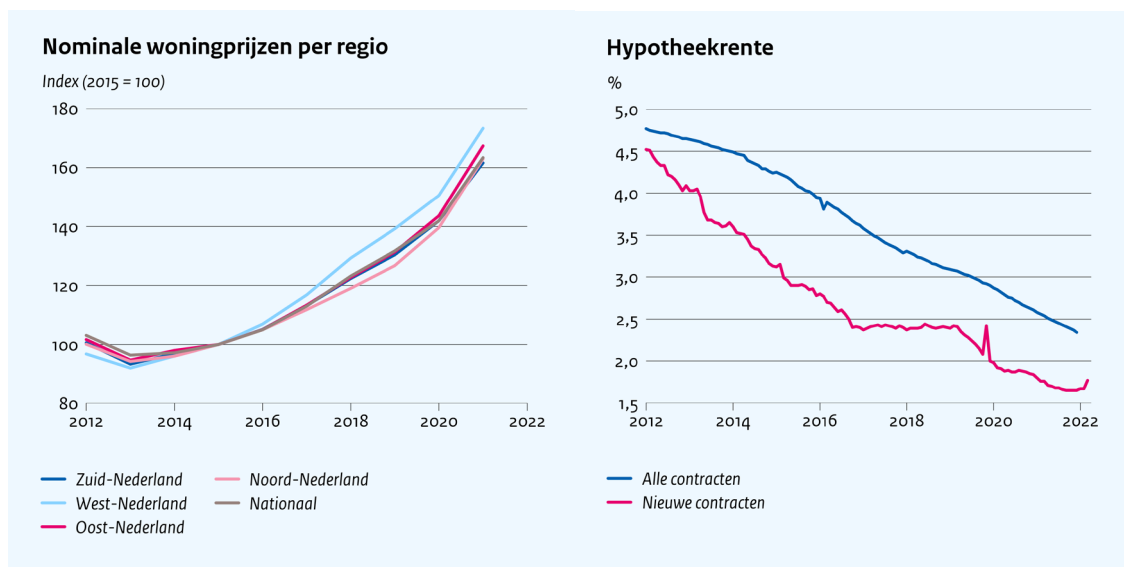
⁸⁰ Zie CPB, *Beweging op de woningmarkt: prijzen en volumes*, CPB Notitie, maart 2020 ([link](#)). Hierin wordt de Nederlandse woningmarkt uitgelicht, waaronder de rol van schaarste op de woningmarkt.

⁸¹ Uit enquêteonderzoek van DNB blijkt dat huishoudens in juni 2021 van plan waren om ca. 18% van de tijdens corona opgebouwde spaartegoeden in te zetten op de woningmarkt. Zie DNB, *Huishoudens verwachten overgrote deel coronabesparingen niet consumptief te besteden*, DNB Bulletin, 26 augustus 2021 ([link](#)).

⁸² De piek in november 2019 heeft te maken met een relatief groot aantal aanpassingen van eerdere hypotheekcontracten uit een periode waar de rente nog hoger was.

⁸³ Zie DNB, *Huizenprijs hangt meer samen met financieringsruimte koper dan met woningtekort*, DNB Bulletin, 16 juli 2020 ([link](#)) en Dirk Bezemer en Dirk Schoenmaker, *Strengere hypotheekbeelden zullen huizenprijzen remmen*, ESB, 30 september 2021 ([link](#)). Zie ook CPB-onderzoek naar de verlagingen van de overdrachtsbelasting in 2011-2012 en 2021: CPB, *Evaluatie verlaging overdrachtsbelasting 2011-2012*, CPB Notitie, september 2020 ([link](#)) en Fien van Solinge en Clemens Fiedler, *Aanpassing overdrachtsbelasting lokt gedragseffecten uit*, ESB, 21 december 2020 ([link](#)).

Figuur 11: Grote prijsdruk op de woningmarkt, mede dankzij gunstige financieringsmogelijkheden



Bron: CBS ([link](#)) en DNB ([link](#)).

Een onvoorziene daling van de woningprijzen behoort tot de mogelijkheden. In het CEP 2022, de meest recente raming van het CPB, wordt uitgegaan van verder stijgende huizenprijzen in 2022, maar minder scherp dan in 2021.⁸⁴ Net als bij andere (financiële) activa zijn omslagpunten in het prijsverloop echter zeer moeilijk te voorspellen, dus ook een daling is mogelijk. Scherpe huizenprijsdalingen zijn historisch gezien niet zonder precedent. Zo daalden de prijzen tussen 1978 en 1982 met ca. 30% na de tweede oliecrisis en de diepe recessie die daarop volgde.⁸⁵ Na de kredietcrisis daalden de huizenprijzen, tussen 2008 en 2013, met ca. 20%.⁸⁶

Een daling is met name mogelijk als de hypotheekrente hard oploopt, waardoor nieuw af te sluiten hypotheeklenningen duurder worden. Juist bij lage rentes kunnen renteschommelingen leiden tot grote prijsvolatiliteit op activa, waaronder woningen.⁸⁷ Ook andere factoren kunnen de aanleiding vormen voor een daling van woningprijzen, zoals een recessie of stijgende risicopremies op financiële markten. In de officiële DNB-data is tot op heden slechts een beperkte stijging van de hypotheekrente te zien (figuur 11, rechts). Marktpartijen noemen recentelijk al wel stijgingen van ca. 1%-punt.⁸⁸ Een mogelijke verklaring voor deze discrepantie is dat de hypotheekrentedata van DNB betrekking hebben op het moment waarop de hypotheektransactie plaatsvindt, terwijl de rentes die marktpartijen noemen doorgaans gaan over het moment van aanbieden. Deze beide momenten kunnen enkele weken of maanden uit elkaar liggen.

Overigens is ook een aanhoudende stijging van huizenprijzen een reden tot zorg. Enerzijds maken stijgende prijzen het voor sommige huishoudens moeilijker om een betaalbare woning te vinden, of om door te stromen op de woningmarkt. Ruimere leennormen kunnen dit vergemakkelijken, maar vergroten mogelijk ook de opbouw van financiële risico's.⁸⁹ Anderzijds ligt deze zorg in het risico op grotere huizenprijsdalingen,

⁸⁴ Zie CPB, Verdieping Centraal Economisch Plan 2022, 16 maart 2022 ([link](#)).

⁸⁵ Huizenprijsdaling op basis van NVM/Kadaster-index. Zie ook Jan Kakes en Dirk van der Wal, Hypotheekverliezen tijdens crisis deze eeuw lager dan in jaren tachtig, ESB, 18 juni 2019 ([link](#)).

⁸⁶ Bron: CBS ([link](#)).

⁸⁷ Dit is vanwege de rol van de rente bij het bepalen van de discontovoet. Bij een lagere rente hebben wijzigingen in de discontovoet grotere effecten op activaprijzen. Zie bijvoorbeeld Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, 99-105 ([link](#)).

⁸⁸ Zie bijvoorbeeld het bericht van De Hypotheekshop, Hypotheekrente stijgt één procentpunt in het eerste kwartaal, 1 april 2022 ([link](#)).

⁸⁹ Overigens kan inflatie ervoor zorgen dat de Nibud-leennormen juist krappere worden. Zie Warnaar, M., J. Bos en M. Verberk, Advies Financieringslastnormen 2022, Nationaal Instituut voor Budgetvoorlichting, september 2021 ([link](#)).

als de prijzen steeds verder van de fundamentele waarde afwijken. In hoeverre er sprake is van afwijking van fundamentele waardes is echter moeilijk te bepalen.⁹⁰

Slechts een beperkt deel van alle huiseigenaren staat ‘onder water’, maar dat aandeel kan snel oplopen als woningprijzen dalen. Begin 2020 – recentere data is helaas niet openbaar beschikbaar – had 6% van de huishoudens met een eigen woning een hypotheekschuld die groter is dan de woningwaarde; deze mensen staan zogezegd financieel onder water. Vanuit dit uitgangspunt berekenen we hoeveel huishoudens onder water komen te staan als de huizenprijzen verder dalen, met percentages tussen de 10% en de 30%.⁹¹ Tabel 1 laat zien dat als woningprijzen zouden dalen met 20%, bijna een kwart van alle huiseigenaren onder water komt te staan. Bij een prijsdaling van 30% loopt dit op tot ca. 33% van de huiseigenaren. Bij dalingen van 20% en 30% zouden respectievelijk 14% en 22% van de huiseigenaren daarnaast ook minder financieel vermogen (banksaldo en beleggingen) hebben dan de negatieve overwaarde op hun woning. Voor deze groep zou een (al dan niet gedwongen) verkoop van de woning dus direct leiden tot grote problemen. Overigens houden we bij deze analyse geen rekening met de ontwikkelingen sinds de peildatum van de data (begin 2020). De enorme prijsstijging die sindsdien heeft plaatsgevonden heeft ervoor gezorgd dat de groep huiseigenaren met een reeds bestaande schuld een hogere overwaarde heeft en dus een stuk minder snel onder water komt te staan. Daarentegen zal ook de totale hypotheekschuld zijn gestegen, zowel door nieuwe woningaankopen als door het oversluiten van bestaande hypotheeken. Voor de combinatie van deze ontwikkelingen is niet accuraat te corrigeren.

Tabel 1: Simulatie huizenprijsdalingen

Bij een huizenprijsdaling van...	...is het percentage huiseigenaren dat ‘onder water’ komt te staan:	...en heeft dit percentage huiseigenaren ook onvoldoende financieel vermogen om de restschuld op te vangen:
0%*	6%	4%
10%	14%	7%
20%	23%	14%
30%	33%	22%

Bron: berekeningen CPB op basis van CBS-microdata, jaargang 2020. Met ontwikkelingen sinds 1 januari 2020 is geen rekening gehouden *: 0% wil zeggen dat al vóór een gesimuleerde huizenprijsdaling, huiseigenaren een hypotheekschuld kunnen hebben die groter is dan de waarde van hun woning. Deze huiseigenaren staan dus bij onveranderde woningprijzen en -schulden al onder water.

Slechts een deel van de huiseigenaren komt direct in de problemen zodra hun huis onder water komt te staan. Als de hypotheekschuld groter is dan de woningwaarde, leidt de verkoop van de woning ertoe dat de eigenaar met een restschuld blijft zitten. Dit risico neemt ook toe als meer huishoudens een aflossingsvrije hypotheek hebben.⁹² Echter, zolang de huiseigenaar in kwestie de woning niet verkoopt, is zo’n restschuld niet aan de orde, al bemoeilijkt de dreiging ervan wel de doorstroming op de woningmarkt. Persoonlijke omstandigheden, zoals echtscheidingen, kunnen de verkoop van een woning die onder water staat soms wel noodzakelijk maken. Maar verkopen van huizen met een restschuld zullen alleen op grote schaal plaatsvinden in een situatie waarin veel mensen tegelijk (een deel van) hun inkomen verliezen; denk hierbij aan een

⁹⁰ Zie bijvoorbeeld Peter Boelhouwer et al., Geen teken van een speculatieve bubbel op de woningmarkt, ESB, 18 november 2021 ([link](#)) versus Arne Maes, Amerikaans model wijst op bubbel in Nederlandse huizenmarkt, ESB, 11 februari 2022 ([link](#)). Voor een historisch perspectief op fundamentele waardes van woningen, zie Ambrose, B. W., Eichholtz, P., & Lindenthal, T. (2013). House prices and fundamentals: 355 years of evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(2-3), 477-491 ([link](#)).

⁹¹ Voor deze berekeningen maken wij gebruik van vermogensdata van het CBS over 2020. De effecten van huizenprijsdalingen berekenen wij op basis van WOZ-waardes en uitstaande hypotheekleningen. Ook nemen wij financiële bezittingen mee om de financiële positie van huishoudens na een mogelijke huizenprijsdaling in kaart te brengen.

⁹² Het percentage aflossingsvrije hypotheeken is de laatste jaren toegenomen; zie Wilte Zijlstra en Tomas Bolscher, Trendbreuk aandeel aflossingsvrije hypotheeken onder koopstarters, ESB, 2 juli 2021 ([link](#)).

recessie. In dat geval kan er ook een krimp plaatsvinden van consumptie.⁹³ Ook een stijging van de hypotheekrente leidt niet direct tot grootschalige problemen bij huiseigenaren. De meesten hebben immers een langjarig vaste rente waardoor ze pas over lange tijd zo'n rentestijging zullen voelen.⁹⁴

De kans dat Nederlandse banken door een neergang van de woningmarkt in de problemen komen is niet groot, ondanks het grote belang van hun hypotheekportefeuilles. Eventuele restschulden van huishoudens kunnen leiden tot wanbetalingen op hypotheek en daarmee voor problemen zorgen bij hypotheekverstrekkers, zoals banken. Omdat de activa van Nederlandse banken voor een belangrijk deel uit hypotheek bestaan, kunnen langs dit kanaal problemen op de woningmarkt leiden tot financiële instabiliteit. Er is echter een aantal redenen waarom dit in de praktijk kan meevallen. Ten eerste is het percentage wanbetalingen op hypotheek in Nederland van oudsher relatief klein; ook tijdens de kredietcrisis.⁹⁵ Ten tweede worden eventuele wanbetalingen ten dele opgevangen door de overheid, als de betreffende hypotheek onder de Nationale Hypotheek Garantie vallen. Ten derde treffen banken al voorzieningen tegen verliezen op hypotheek, al is op basis van publieke data niet te bepalen hoeveel precies. Tot slot hebben Nederlandse banken, ondanks de coronacrisis, nog ruime kapitaalbuffers waarop eventuele verliezen kunnen worden genomen (zie figuur 2, rechts, in hoofdstuk 3).

Een aandachtspunt ten aanzien van de kapitaalbuffers van banken is wel dat deze in enige mate automatisch in tegengestelde richting bewegen met huizenprijzen (procycliciteit). Dit komt doordat, wanneer huizenprijzen dalen, de zogeheten *loan-to-value-ratio's* (LTV) op uitstaande hypotheek vanzelf stijgen. Banken moeten van de toezichthouder hogere risicogewichten toekennen aan hypotheek met hogere LTV-ratio's en daardoor meer kapitaal aanhouden.⁹⁶ Deze procycliciteit kan de impact van een huizenmarktdaling op de kapitaalpositie van banken versterken. Om dit effect (ten dele) te beperken, heeft De Nederlandsche Bank per 1 januari 2022 de risicogewichten op hypothecaire leningen verhoogd. Hierdoor dienen banken meer kapitaal aan te houden voor een grotere blootstelling aan hypotheek.⁹⁷

9 De Chinese economie en vastgoedmarkt

Recent zijn er zorgen ontstaan over de gevolgen van betalingsproblemen op de Chinese vastgoedmarkt voor de Nederlandse financiële sector.⁹⁸ Eind 2021 is een grote Chinese vastgoedontwikkelaar, Evergrande, in betalingsproblemen gekomen. Hierdoor zijn er zorgen over de mogelijke gevolgen van tegenspoed op de Chinese vastgoedmarkt voor Nederland.⁹⁹ De moeilijkheden bij deze vastgoedontwikkelaar lijken niet op

⁹³ Zie bijvoorbeeld Teulings, R. & Zhang, L. (2019). Huishoudens met hoge hypotheek bezuinigen tijdens een recessie. CPB Notitie ([link](#)).

⁹⁴ Van alle huishoudleningen (voor het grootste gedeelte bestaande uit hypotheek) met een oorspronkelijke looptijd van meer dan twee jaar die in december 2021 uitstonden, was van 87,6% de rente voor ten minste de komende twee jaar vast. Bron: DNB Statistiek, tabel 5.2.2 ([link](#)).

⁹⁵ Zie Mocking, R., & Overvest, B. (2017). Direct and spillover effects of forced sales on house prices: Evidence from the Netherlands. *Journal of Housing Economics*, 38, 50-61 ([link](#)).

⁹⁶ Zie hiervoor de Bank voor Internationale Betalingen (BIS), High-level summary of Basel III reforms, december 2017 ([link](#)).

⁹⁷ Zie DNB, Het FSC waarschuwt voor risicovol gedrag in de huidige lagerenteomgeving, 2 november 2021 ([link](#)).

⁹⁸ In dit hoofdstuk spreken wij van de vastgoedmarkt, omdat de zorgen ontstaan zijn over de gehele linie van vastgoed. Dit betreft dus niet uitsluitend residentieel vastgoed (woningen), maar bijvoorbeeld ook commercieel (zoals bedrijfspanden).

⁹⁹ Zie bijvoorbeeld de reactie van de minister van Financiën (Hoekstra) op vragen van Tweede Kamerleden over de problemen bij Evergrande ([link](#) en [link](#)).

zichzelf te staan.¹⁰⁰ De afgelopen decennia heeft de Chinese vastgoedsector een sterke stijging doorgemaakt, zowel qua huizenprijzen als nieuwe investeringen (zie figuur 12).¹⁰¹ In de laatste vijf jaar is echter een afvlakking van de groei te zien, mede door achterblijvende woningverkoop.¹⁰² Tijdens de coronacrisis heeft de Chinese overheid maatregelen aangekondigd, waarmee het land de schuldposities van vastgoedontwikkelaars wil terugbrengen.¹⁰³ Dit heeft de vastgoedmarkt verder onder druk gezet. Een crash van de Chinese vastgoedsector is hierdoor niet ondenkbaar.¹⁰⁴ Zo'n crash kan ook grote uitstralingseffecten hebben naar andere sectoren in China, zowel via druk op nationale productieketens als op kredietverlening door waardedalingen van onderpanden. Daarmee kan het groeipotentieel van de Chinese economie negatief worden beïnvloed.¹⁰⁵

Ook zijn er zorgen over de gevolgen van verstoringen in internationale waardeketens, voortvloeiend uit het strenge Chinese coronabeleid.¹⁰⁶ Een vertraging van de Chinese economie (zie figuur 13), in het bijzonder door ingrijpende lockdowns (zogenoemde *zero-covid-policy*), kan complicaties veroorzaken in internationale waardeketens. Dit heeft negatieve gevolgen voor de wereldhandel en kan leiden tot tekorten aan producten.¹⁰⁷ Vanwege de nog lage vaccinatiegraden in China onder met name ouderen en het strenge coronabeleid kunnen lockdowns relatief vaker voorkomen en daarmee waardeketens vaker verstoren.¹⁰⁸ Doordat Nederland veel handelt met het buitenland, kunnen beperkingen in de internationale waardeketens de Nederlandse economie sterk raken. Verder kan er een (gedeeltelijke) ontkoppeling van China plaatsvinden om de kans op toekomstige aanbodbeperkingen te verminderen.¹⁰⁹ Ook zou de Nederlandse financiële sector geraakt kunnen worden door uitstaande leningen, zowel via vorderingen op als verplichtingen aan Chinese bedrijven en huishoudens.

¹⁰⁰ De oorzaken van de betalingsproblematiek van Evergrande lijken echter bij meerdere factoren te liggen, voorverkochte woningen die nog niet opgeleverd konden worden en maatregelen van de Chinese overheid om schuldposities van vastgoedontwikkelaars terug te dringen. Zie ook het artikel van CNBC, *How Evergrande found itself on the wrong side of China's regulators*, 18 oktober 2021 ([link](#)).

¹⁰¹ Glaeser, E., Huang, W., Ma, Y., & Shleifer, A. (2017). A real estate boom with Chinese characteristics. *Journal of Economic Perspectives*, 31(1), 93-116 ([link](#)).

¹⁰² Zie bijvoorbeeld het Bloomberg artikel, *China's Huge Number of Vacant Apartments Is Causing a Problem*, 27 februari 2019 ([link](#)).

¹⁰³ Zie bijvoorbeeld het Reuters artikel, *China debt crackdown: regulators asking property developers for more details than expected*, 21 oktober 2020 ([link](#)) en het The Washington Post artikel, *What China's Three Red Lines Mean for Property Firms*, 24 januari 2022 ([link](#)).

¹⁰⁴ Zie bijvoorbeeld het Fitch artikel, *Slow Recovery for China New Housing Sales After 1Q22 Trough*, 21 april 2022 ([link](#)), het artikel van Wall Street Journal, *As Property Downturn Drags On, Chinese Developers See an Uncertain Future*, 11 mei 2022 ([link](#)) en de analyse van de Rabobank, *How serious is China's housing market bubble?*, 11 november 2016 ([link](#)).

¹⁰⁵ Zie bijvoorbeeld Ahuja, M. A., & Myrvoda, M. A. (2012). The spillover effects of a downturn in China's real estate investment. *International Monetary Fund* ([link](#)) en Chan, S., Han, G., & Zhang, W. (2016). How strong are the linkages between real estate and other sectors in China? *Research in International Business and Finance*, 36, 52-72 ([link](#)).

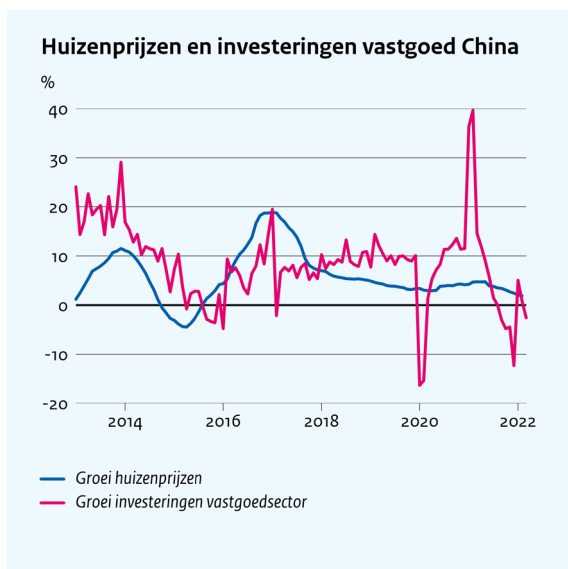
¹⁰⁶ Zie bijvoorbeeld het FD artikel, *China's economische groei beter dan verwacht, maar verwachtingen zijn slecht*, 18 april 2022 ([link](#)).

¹⁰⁷ Zie bijvoorbeeld Ahuja, M. A., & Myrvoda, M. A. (2012). The spillover effects of a downturn in China's real estate investment. *International Monetary Fund* ([link](#)), de OECD blog, *A sharp slowdown in China's property markets would damp global growth*, 14 januari 2020 ([link](#)), het FT artikel, *The economic threats from China's real estate bubble*, 5 oktober 2021 ([link](#)), en het CNBC artikel, *Fed says China's real estate troubles could spill over to the U.S.*, 8 november 2021 ([link](#)).

¹⁰⁸ Zie bijvoorbeeld het Reuters artikel, *Chinese officials urge elderly to get COVID vaccine, cite lesson of Hong Kong*, 18 maart 2022 ([link](#)).

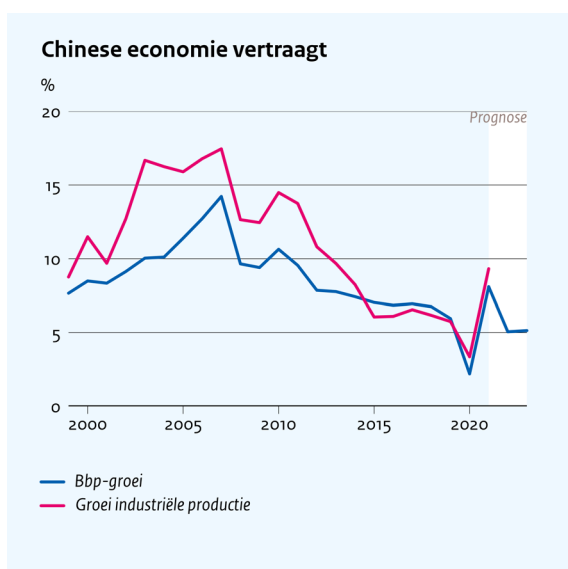
¹⁰⁹ De gevolgen van een ontkoppeling van China voor de Nederlandse positie in internationale waardeketens wordt beschreven in de CPB-publicatie (nog te verschijnen), en het special topic in de CPB risicorapportage financiële markten van 2017, *Harde landing Chinese economie* ([link](#)).

Figuur 12: Chinese vastgoedmarkt valt stil



Bron: Datastream en Haver Analytics. De groei van huizenprijzen (gemiddelde van 100 steden) en investeringen op de vastgoedmarkt zijn jaar-op-jaar.

Figuur 13: De economische groei en industriële productie tonen een dalende trend



Bron: Datastream, prognose van economische groei is afkomstig van de OECD Economic Outlook.

De directe blootstelling van Nederlandse financiële instellingen aan de Chinese economie lijkt echter gering. Op basis van statistieken van De Nederlandsche Bank (DNB) lijkt de blootstelling van Nederlandse monetaire financiële instellingen aan China beperkt (zie tabel 2). Hoewel een stijging zichtbaar is over tijd in zowel de vorderingen op als verplichtingen aan China, zijn Nederlandse monetaire financiële instellingen (MFI's) voor ongeveer 3 mld euro aan zowel vorderingen als verplichtingen blootgesteld aan China.¹¹⁰ Ook voor andere financiële instellingen als pensioenfondsen en verzekeraars lijken de directe blootstellingen aan China beperkt te zijn.¹¹¹ De directe investeringen van en naar China vanuit Nederland zijn ook van beperkte

¹¹⁰ Zie de DNB-statistieken m.b.t. grensoverschrijdende posities van Nederlandse MFI's ([link](#)). Deze bedragen voor vorderingen komen grofweg overeen met de Locational Banking Statistics van de Bank for International Settlements voor het derde kwartaal van 2021.

¹¹¹ Zie het FD-artikel, Nederlandse blootstelling aan Evergrande is beperkt, 19 september 2021 ([link](#)).

omvang. In totaal betreft het eind 2020 ongeveer 97 mld dollar aan Chinese investeringen in Nederland en ongeveer 84 mld dollar aan Nederlandse investeringen in China (inclusief Hongkong). Dit is beperkt ten opzichte van de binnenkomende (uitgaande) investeringen in (van) Nederland vis-a-vis de totale Europese Unie van ruim 2100 mld dollar (2800 mld dollar).¹¹² De directe risico's uit China voor het Nederlandse financiële systeem lijken daarmee beheersbaar. De financiële sector kan harder geraakt worden als financiële instellingen in andere landen in betalingsproblemen komen vanwege een grotere blootstelling aan China, iets wat via financiële verwevenheden naar Nederland kan overslaan.¹¹³

Tabel 2 blootstelling van Nederlandse financiële instellingen aan China (mld euro)

	Vorderingen	Verplichtingen
2000	0.4	0.6
2005	0.9	1.4
2010	4.0	5.0
2015	5.4	0.7
2020	3.3	2.9
2021	3.1	3.3

Bron: DNB Statistieken, standen per kwartaal 4 ([link](#)).

10 Overige risico's

De gevolgen van klimaatverandering voor de financiële sector lijken op korte termijn beperkt, maar kunnen op langere termijn aanzienlijk zijn. Het is echter moeilijk vast te stellen hoe groot deze risico's zijn en de vraag is of deze zijn toegenomen.¹¹⁴ Er zijn geluiden dat zowel fysieke als transitierisico's een potentieel probleem kunnen vormen voor de financiële positie van Nederlandse financiële instellingen. Fysieke risico's kunnen bijvoorbeeld zitten in de leningen van banken aan bedrijven en huishoudens in gebieden met verhoogd overstromingsgevaar. Daarnaast kunnen transitierisico's de beprijzing van financiële activa beïnvloeden en tot mogelijke verliezen leiden op bestaande investeringen.¹¹⁵ Vooralsnog lijken Nederlandse financiële instellingen volgens een stresstest van De Nederlandsche Bank (DNB) redelijk goed beschermd te zijn tegen overstromingsrisico's.¹¹⁶

De sector van niet-bancaire financiële intermediairs (NBFi's) blijft aanzienlijk in omvang en minder gereguleerd dan de bancaire sector.¹¹⁷ Deze groep kan worden gedefinieerd als instellingen die weliswaar actief zijn in de financiële dienstverlening (zoals het beheren van vermogen of kredietverlening), maar die zich

¹¹² OESO statistieken voor Foreign Direct Investment. Deze FDI posities bevatten de totale investeringen van en naar China, maar kunnen echter ook investeringen bevatten met het oog op fiscale voordelen (bijvoorbeeld in de vorm van doorstroomvennootschappen). Hierdoor zouden de directe effecten van problemen in China verder mee kunnen vallen.

¹¹³ Bijvoorbeeld de geconsolideerde bankensector in het Verenigd Koninkrijk heeft met ongeveer 230 mld dollar in het derde kwartaal van 2021 een aanzienlijke blootstelling aan China (BIS Consolidated Banking Statistics). De verwevenheid van onder andere China ten tijde van de financiële crisis is bijvoorbeeld onderzocht Bekiros, S. D. (2014). Contagion, decoupling and the spillover effects of the US financial crisis: Evidence from the BRIC markets. *International review of financial analysis*, 33, 58-69.

¹¹⁴ Zie bijvoorbeeld de CPB-risicorapportage financiële markten van 2019 ([link](#)) en 2018 ([link](#)).

¹¹⁵ In een DNB-studie worden de klimaatrisico's voor verzekeraars onderzocht ([link](#)) en in een FD-artikel, Hoge klimaatrisico's aan huizen en kantoren risico voor financiële instellingen, van 8 februari 2022 ([link](#)) worden de gevolgen van klimaatrisico's aan huizen voor de financiële sector aangekaart.

¹¹⁶ In een artikel van DNB, Overstromingen kunnen ook de financiële sector raken, van 3 november 2021 worden de risico's van overstromingen voor de financiële sector beschreven ([link](#)).

¹¹⁷ Zie ook de CPB risicorapportage financiële markten van 2021 ([link](#)).

niet met spaardeposito's bezighouden en geen bankvergunning (nodig) hebben. Deze sector is in afgelopen jaren sterk toegenomen. Vanwege de rol in effectenhandel en verwevenheid met andere financiële instellingen, kunnen deze NBFi's het systeemrisico vergroten wanneer er verliezen worden geleden.

De zoektocht van kapitaal naar rendement (*search for yield*) is nog steeds aanwezig, mede doordat de rente al langdurig erg laag is. Vooral bij financiële instellingen heeft de lage rente tot een zoektocht naar rendement geleid.¹¹⁸ De zoektocht naar rendement is ook bij huishoudens meer naar voren gekomen, bijvoorbeeld door de investeringen van niet-professionele partijen in cryptobeleggingen.¹¹⁹ Bij correcties op financiële markten kan dit tot verliezen en onzekerheid leiden, met negatieve gevolgen voor de financiële stabiliteit.

¹¹⁸ Zie bijvoorbeeld het special topic in de CPB-risicorapportage financiële markten van 2020 over search for yield bij financiële instellingen ([link](#)).

¹¹⁹ Het onderzoek uitgevoerd in opdracht van de AFM, Attitudes van cryptobeleggers, toont dat een kleinere groep investeerders in problemen kan komen bij een grote waardedaling van cryptobeleggingen ([link](#)).