



# Overzicht Financiële Stabiliteit

Voorjaar 2020

DeNederlandscheBank

EUROSYSTEEM

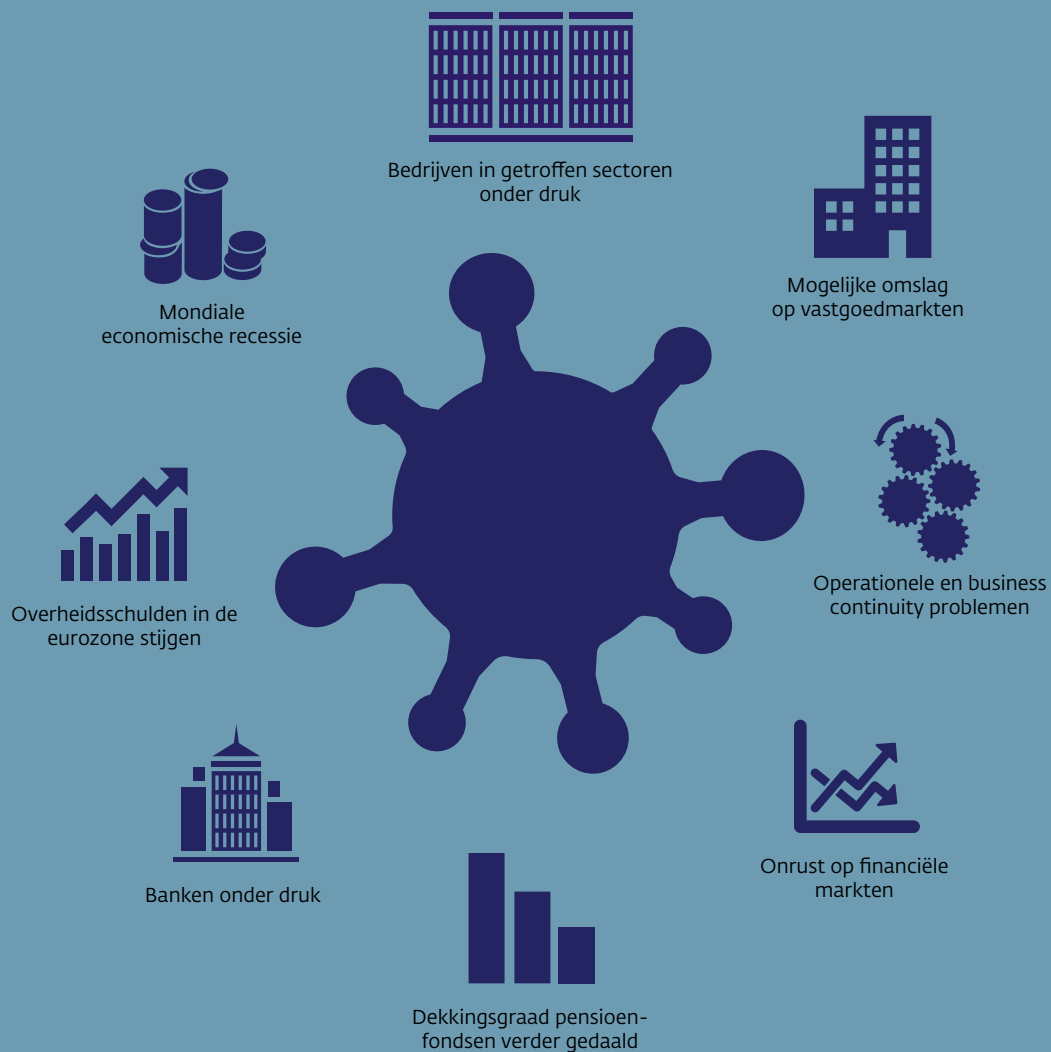
# Inhoud

DNB waakt over de financiële stabiliteit in Nederland: een taak die in de Bankwet is verankerd. Het vroegtijdig opsporen van systeemrisico's is een belangrijk onderdeel van DNB's financiële stabiliteitstaak. Twee keer per jaar publiceert DNB het Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS). Het doel van deze publicatie is om belanghebbenden – financiële instellingen, beleidsmakers en het publiek – bewust te maken van deze systeemrisico's. Het OFS bevat geen voorspellingen, maar analyseert scenario's. Om de in het OFS geïdentificeerde systeemrisico's tegen te gaan, doet DNB beleidsaanbevelingen en zet zij, waar mogelijk, macroprudentiële instrumenten in.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest



Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Risicobeeld

### Introductie

**Als gevolg van de uitbraak van het coronavirus is de wereld-economie getroffen door een uitzonderlijk zware economische schok.** Wereldwijd hebben overheden contactbeperkende maatregelen genomen om verdere verspreiding van het virus tegen te gaan. De productie van goederen en diensten is daardoor sterk teruggevallen en ligt in sommige sectoren zelfs geheel of grotendeels stil (aanbodschok). Daarnaast leiden de contactbeperkende maatregelen, het afgenomen vertrouwen en de dalende inkomens tot lagere bestedingen en investeringen (vraagshok). Hierdoor zijn de economische vooruitzichten sterk verslechterd. Ook Nederland en andere Europese landen worden hard geraakt, en krijgen te maken met een economische recessie die naar verwachting aanzienlijk dieper is dan die als gevolg van de kredietcrisis van 2008.

**Het is onvermijdelijk dat ook de financiële sector wordt geraakt door deze economische crisis.** Een belangrijk verschil tussen de huidige crisis en die van 2008 is dat de oorzaak van deze crisis niet ligt binnen de financiële sector zelf. Dit laat onverlet dat ook de financiële sector wordt geraakt, vooral als de recessie langer duurt. Risico's voor de financiële stabiliteit nemen door deze crisis dan ook toe, zowel op de korte termijn als op de langere termijn.

# Risicobeeld

**De onzekerheid over de economische gevolgen van de pandemie is op dit moment nog zeer groot.** Naarmate het langer duurt voordat het virus onder controle is en de beperkende maatregelen kunnen worden opgeheven, neemt de economische impact toe. Hoewel in veel landen de beperkende maatregelen recent enigszins zijn versoepeld, is in de komende tijd het risico reëel dat in reactie op nieuwe uitbraken van het virus de maatregelen weer worden aangescherpt. Pas wanneer duidelijk is wanneer het virus onder controle zal zijn, kan een goede inschatting worden gemaakt van de uiteindelijke economische en financiële schade. Het open karakter van de Nederlandse economie en financiële sector maakt een dergelijke inschatting extra onzeker.

## Gevolgen van coronacrisis voor de financiële stabiliteit

**De uitbraak van de pandemie leidde tot een scherpe correctie op financiële markten.**

Zo daalde de MSCI World Index vanaf medio februari over een periode van vijf weken met meer dan 30%. Ook olieprijsen daalden sterk

in anticipatie op een lagere vraag naar olie. Door de onzekerheid over de impact van de pandemie op de wereldeconomie steeg de volatiliteit op financiële markten in maart naar recordhoogte. Beleggers vluchtten massaal in veilige activa, waardoor de risicovrije rente verder daalde en de risicopremies op met name *high yield* bedrijfsobligaties en staatspapier van minder kredietwaardige landen toenamen. Ook belangrijke financieringsmarkten droogden enige tijd grotendeels op, net als ten tijde van de kredietcrisis.

**De scherpe marktcorrectie kwam tot stand tegen de achtergrond van een lange periode van *search for yield* en hoge risicobereidheid.**

Aandelenkoersen daalden vanaf zeer hoge niveaus. Markten voor risicovolle bedrijfsschuld waren in zowel Europa als de VS in de afgelopen jaren sterk gegroeid, maar kwamen in maart grotendeels stil te liggen. Een aantal factoren heeft de correctie versterkt. Zo verslechterde de marktliquiditeit in sommige marktsegmenten aanzienlijk. Ook kregen veel beleggingsfondsen, die in de afgelopen jaren een steeds grotere rol zijn gaan spelen in het financiële systeem, tijdelijk te maken met grootschalige onttrekkingen.

**Markten hebben zich sterk hersteld, maar financieringscondities zijn nog steeds slechter dan begin 2020.**

De beleidsreactie van centrale banken en overheden heeft het marktsentiment sinds medio maart gekeerd. Een aanzienlijk deel van de initiële daling van aandelenkoersen is inmiddels weer goedge maakt. Daarbij is de divergentie tussen ontwikkelingen op financiële markten en in de reële economie toegenomen, en lijken markten optimistisch over de snelheid van het economisch herstel. De volatiliteit blijft daarnaast hoog, en sommige markten functioneren nog steeds slecht. De onzekerheid over het verdere verloop van de pandemie en de impact ervan op de economie domineren het sentiment van beleggers. Verdere marktcorrecties kunnen zich voordoen wanneer het sentiment verslechtert of wanneer kredietratings van bedrijven of overheden naar beneden worden bijgesteld (zie '[Volatiliteit op financiële markten en gebrek aan liquiditeit](#)').

**Ook banken worden geraakt, maar kunnen vooralsnog de kredietverlening aan gezonde bedrijven op peil houden.** Banken hebben te maken met toenemende kredietverliezen, slechtere financieringscondities en dalende

# Risicobeeld

inkomsten. Dit drukt de winstgevendheid van banken, die door de aanhoudend lage rente toch al onder druk stond. Als gevolg hiervan is de waarde van Europese bankaandelen bijna gehalveerd sinds medio februari. De schokbestendigheid van de Nederlandse bankensector is echter beter dan bij het uitbreken van de kredietcrisis in 2008, mede door de strengere regelgeving en hogere buffereisen waaraan zij de afgelopen jaren moesten voldoen. De kapitaalratio van de Nederlandse bankensector bedroeg eind 2019 16,9% van de risicogewogen activa; bijna twee keer zo veel als in 2008. Hiermee is de sector in eerste instantie goed in staat om deze externe schok op te vangen, en zo te helpen voorkomen dat liquiditeitsproblemen leiden tot solvabiliteitsproblemen bij bedrijven en huishoudens. Banken doen dit onder andere door het instellen van betaalpauzes voor bedrijven en huishoudens en het verstrekken van nieuwe leningen aan solvabele bedrijven, deels onder de verruimde garantieregelingen van de overheid.

**Naarmate het economisch herstel langer uitblijft, nemen de gevolgen voor banken toe, en wordt het moeilijker om de kredietverlening op peil te houden.** Bij deze zware economische schok is het onvermijdelijk dat banken verliezen

lijden en interen op hun buffers. De omvang van die verliezen neemt toe naarmate de recessie dieper is en langer aanhoudt. Dit blijkt ook uit de pandemiestresstest die DNB heeft uitgevoerd. In een zwaar stresstestscenario, waarin het bbp in 2020 sterker krimpt dan geraamd en in 2021 en 2022 enig economisch herstel optreedt, kunnen kredietverliezen van banken oplopen tot EUR 23 miljard. De kernkapitaalratio (CET1-ratio) van de bankensector daalt in dit scenario tot eind 2022 met 5,5%-punt. Het goede nieuws is dat de relatief hoge kapitaalratio's banken in staat stellen dergelijke verliezen op te vangen zonder noemenswaardige gevolgen voor de kredietverlening. Dit is niet langer het geval in een nog zwaarder scenario, waarin ook in 2021 nog sprake is van forse krimp en economisch herstel pas optreedt in 2022. In dit '*perfect storm*' stresstestscenario zouden kredietverliezen theoretisch kunnen oplopen tot EUR 39 miljard. In dat geval zullen banken de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens moeten terugschroeven, om verliezen te beperken en te voorkomen dat hun kapitaalratio's oncomfortabel dicht bij de minimumeisen komen. De banken kunnen dan hun rol in de financiële intermediatie niet meer goed vervullen, waardoor de economische schade verder toeneemt (zie 'Pandemiestresstest').

**Ook verzekeraars en pensioenfondsen worden geraakt door de ontwikkelingen op financiële markten.** Door de scherpe marktcorrectie in maart en de *flight to quality* die daarop volgde, zijn institutionele beleggers vooral aan de activakant van de balans hard geraakt. Daarbij zijn vooral meer risicovolle beleggingen als aandelen, bedrijfsobligaties en vastgoed in waarde gedaald. Met name de toch al zeer kwetsbare vermogenspositie van pensioenfondsen is hierdoor verder verslechterd. De gewogen gemiddelde dekkingsgraad van pensioenfondsen daalde van 104% per einde 2019 naar 91,4% medio mei. De ontwikkelingen in de afgelopen maanden illustreren dat het huidige pensioenstelsel, met harde toezeggingen over uitkeringen in de verre toekomst, niet houdbaar is. Dit onderstreept het belang van een vernieuwing van het pensioenstelsel. Ook levensverzekeraars hebben, mede door de aanhoudend lage rente, te maken met uitdagende marktomstandigheden. In reactie op de coronacrisis hebben Nederlandse verzekeraars de uitkering van dividend uitgesteld (zie 'Kwetsbaarheden pensioenfondsen en verzekeraars').

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

# Risicobeeld

**De macro-financiële kwetsbaarheden die al bestonden voor de coronacrisis worden door deze crisis vergroot.** Private en publieke schulden waren voorafgaand aan de crisis zeer hoog, en zullen door de crisis verder toenemen. De houdbaarheid van deze hogere schuldenlast verschilt sterk tussen landen en sectoren. De omvangrijke steunmaatregelen van overheden zijn noodzakelijk om de economische schade te beperken. Op middellange termijn kunnen hierdoor echter uitdagingen ontstaan ten aanzien van de schuldhoudbaarheid. Bovendien kan in kwetsbare landen de negatieve wisselwerking tussen banken en overheden opnieuw opspelen. Voor Nederland vormen met name de hoge private schulden een kwetsbaarheid. Zo kampen niet-financiële bedrijven met hoge schulden, en zien zij hun balansen verder verslechteren. Het herfinancieringsrisico neemt toe door hogere financieringskosten en slechtere kredietratings. (zie 'Houdbaarheid publieke en private schulden in Europa').

**Ook via het effect op vastgoedmarkten kan de coronacrisis de financiële sector raken.** Vooral de commercieel vastgoedmarkt, die zeer conjunctuurgevoelig is, wordt hard

geraakt. Voor vastgoedeigenaren en –beleggers, waaronder pensioenfondsen, leidt de crisis tot gemiste huurinkomsten en een lager verdienpotentieel. Ook een forse prijscorrectie van commercieel vastgoed is niet uitgesloten: vastgoedprijzen leken al voor de crisis een piek te hebben bereikt, terwijl de structurele vooruitzichten voor sommige categorieën door de coronacrisis verder verslechteren. Banken kunnen te maken krijgen met verliezen op hun vastgoedleningen. Op de woningmarkt blijft vooralsnog sprake van een sterke vraag en een beperkt aanbod. De impact van de coronacrisis zal pas na verloop van tijd zichtbaar worden, en hangt af van de diepte en duur van de economische recessie. Huishoudens met hoge schulden zijn kwetsbaar, vooral wanneer hun inkomen onzeker is, zoals bij zzp'ers en flexwerkers. Door de lagere loan-to-value ratio's van hypotheekleningen komen huiseigenaren bij een eventuele huizenprijscorrectie minder snel onder water te staan dan tijdens de kredietcrisis. Met het oog op de bestaande knelpunten in de woningmarkt moet worden voorkomen dat de coronacrisis leidt tot het stilvallen van de bouw van nieuwe woningen. (zie 'Omslag op de vastgoedmarkten').

## Beleid

**Met het oog op de financiële stabiliteit is de belangrijkste uitdaging voor de korte termijn om te voorkomen dat de economische crisis leidt tot een financiële crisis.** Het is zaak de economische schade zoveel mogelijk te beperken en de soliditeit van de financiële sector te waarborgen. Eerdere economische crises hebben duidelijk gemaakt dat een gezonde financiële sector een cruciale voorwaarde is voor een krachtig economisch herstel.

**Centrale banken en overheden nemen zeer omvangrijke steunmaatregelen om de economische schade van de pandemie zoveel mogelijk te beperken.** Om te voorkomen dat de impact van de coronacrisis zou worden versterkt via het financiële systeem, hebben centrale banken grootschalig liquiditeit verstrekt aan banken en financiële markten. De Europese Centrale Bank (ECB) verruimde de verstrekking van liquiditeit aan banken en introduceerde het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), waarmee na de uitbreiding in juni in totaal EUR 1350 miljard aan staats- en bedrijfsobligaties kan worden

# Risicobeeld

aangekocht. Per 29 mei had de ECB onder dit programma EUR 235 miljard aan schuldtitels gekocht. In reactie op de aankondiging van de ECB-maatregelen daalden rentes op overheidsobligaties in de eurozone sterk. Sindsdien zijn rentes en spreads weer wat opgelopen, mede als gevolg van de onzekerheid over een gecoördineerde beleidsreactie van Europese overheden. Overheden hebben een breed scala aan compensatie-, uitstel- en garantieregelingen aangekondigd om te voorkomen dat liquiditeitsproblemen bij bedrijven onnodig leiden tot faillissementen en ontslagen, en daarmee tot blijvende economische schade. In Nederland bedragen de overheidsuitgaven aan deze maatregelen in 2020 naar schatting EUR 35 miljard. Box 1 geeft een overzicht van de relevante maatregelen.

**Maatregelen van toezichthouders en overheden geven banken meer ruimte om kredieten te blijven verstrekken.** Waar banken bij de kredietcrisis hun kredietverlening moesten terugschroeven, kunnen zij nu interen op hun buffers. Diverse maatregelen stellen hen in staat om de kredietverlening vooralsnog overeind te houden. Zo heeft DNB de buffereisen voor de

grootbanken tijdelijk verlaagd en de in oktober 2019 aangekondigde maatregel om een ondergrens op te leggen voor de risicoweging van hypotheekleningen uitgesteld. In totaal komt hiermee EUR 8 miljard aan kapitaal vrij, waarmee banken de kredietverlening kunnen ondersteunen. Daarnaast hebben de ECB en de European Banking Authority (EBA) flexibiliteit geboden bij het voldoen aan de toezichtseisen. Door opvolging van de aanbeveling van de ECB om af te zien van dividenduitkeringen hebben banken ook zelf ruimte gecreëerd om krediet te blijven verstrekken. Ook de verruiming van de diverse garantieregelingen van de overheid voor bedrijfsleningen draagt bij aan het op peil houden van de kredietverlening. Banken hebben inmiddels aan een groot aantal bedrijven en huishoudens verlichting geboden, onder andere door uitstel van aflossingen en het verstrekken van nieuwe leningen. De uitvoerbaarheid van de garantieregelingen kan verder worden verbeterd, bijvoorbeeld door het opnemen van objectieve criteria om vast te stellen of een bedrijf in de kern gezond is.

**Het op peil houden van de kredietverlening door banken mag niet ten koste gaan van een gezonde bankbalans.** Door het instellen

van betaalpauzes en het verstrekken van nieuwe kredieten nemen de kredietrisico's toe. Banken moeten daarom een goede risicobeoordeling blijven maken en geen onverantwoorde risico's nemen. Banken kunnen daarbij weliswaar gebruik maken van de ruimte die internationale standaarden bieden voor flexibiliteit in de toepassing van prudentiële en accountingregels, maar dit mag er niet toe leiden dat onderliggende problemen onvoldoende of te laat erkend worden. Hierdoor zouden markten het vertrouwen in banken kunnen verliezen. Het Europese banktoezicht dient er dan ook op toe te zien dat banken voldoende gekapitaliseerd blijven en waar nodig zo snel mogelijk na de crisis hun balansen herstellen. Solide financiële instellingen zijn immers niet alleen van belang om een kredietkrimp tijdens de crisis te voorkomen, maar zijn ook cruciaal om een spoedig herstel na de crisis te ondersteunen.

**Verdere overheidssteun aan bedrijven en financiële instellingen kan nodig zijn om een financiële crisis te voorkomen.** Banken houden voldoende buffers aan om aanzienlijke stress te kunnen doorstaan zonder hun kredietverlening te moeten terugschroeven. De omvang van deze

# Risicobeeld

## Box 1 Maatregelen in reactie op coronacrisis

Monetair	
ECB	Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP): tijdelijk aankoopprogramma voor private en publieke schuldtitels (omvang EUR 1350 miljard).
	Verruiming van bestaande en introductie van nieuwe herfinancieringsfaciliteiten voor banken (TLTRO en PELTRO).
	Versoepling van onderpandsvereisten.
Budgettair	
Rijksoverheid	Tijdelijke Noodmaatregel Overbrugging voor Werkbehoud (NOW): tegemoetkomingsregeling voor werkgevers tot 90% van hun loonkosten.
	Tijdelijke Overbruggingsregeling Zelfstandig Ondernemers (TOZO): tijdelijke voorziening voor zelfstandige ondernemers (waaronder ZZP'ers) met financiële problemen.
	Tegemoetkoming Ondernemers Getroffen Sectoren (TOGS): eenmalige compensatie van EUR 4.000 voor ondernemingen in de meest getroffen sectoren.
	Regeling Tegemoetkoming Vaste Lasten MKB: tegemoetkoming in vaste lasten tot een maximum van EUR 20.000 voor MKB-ondernemingen met een omzetsderving van ten minste 30%.
	Verruiming garantieregelingen en borgstellingen bedrijfskredieten: Borgstelling MKB-kredieten (BMKB-C), Garantie Ondernemersfinanciering (GO-C), Kleine Kredieten Corona (KKC) en Borgstellingsregeling MKB Landbouw (BL-C).
	Fiscale maatregelen, waaronder uitstel van belastingbetaling
	Steun voor specifieke sectoren, waaronder cultuur, horeca, landbouw, luchtvaart, onderwijs en sport.
Europa	Garantiefonds voor ondernemerskredieten van de Europese Investeringsbank (EUR 200 miljard); fonds voor arbeidstijdverkorting (EUR 100 miljard).
	Crisisondersteuning door het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) via een aangepaste preventieve kredietlijn; leningen per lidstaat tot 2% bbp (EUR 240 miljard).
	Investeringsinitiatief coronavirusrespons (CRII), mede op basis van middelen uit structuurfondsen en het Solidariteitsfonds (EUR 37 miljard).
	Extra MKB-financiering via de EIB-groep (EUR 40 miljard).
	Tijdelijke versoepeling van Europese begrotingsregels en staatsteunregels.
IMF	Verhoging limieten noodfinanciering, nieuw liquiditeitsinstrument, aanvulling financiering en tijdelijk uitstel schuldendienstbetalingen voor lage-inkomenslanden.
Macroprudentieel	
DNB	Tijdelijke verlichting door verlaging van systeembuffers van de drie grootbanken (kapitaalverlichting van EUR 5 miljard).
	Uitstel invoering ondergrens voor risicoweging hypotheke (kapitaalverlichting van EUR 3 miljard).
Microprudentieel*	
ECB/SSM i.s.m. DNB	Verlichting o.g.v. kapitaal- en liquiditeitseisen: banken mogen interen op buffers (o.a. P2G en LCR) en eerder lagere kwaliteit kapitaal gebruiken voor P2-eis.
ECB/SSM, DNB, EIOPA, EBA	Aanbevelingen aan banken en verzekeraars om voorlopig af te zien van dividenduitkeringen en de inkoop van eigen aandelen.
ECB/SSM en EBA	Instellingen kunnen gebruik maken van flexibiliteit in de accounting en prudentiële raamwerken. Zo hoeven publieke en private moratoria niet automatisch als 'forbearance' maatregelen te worden aangemerkt. De EBA heeft hier guidelines voor opgesteld.
DNB, SSM, EBA	Diverse vormen van uitstel: inzendtermijnen toezichtrapportages, EBA stresstest, maatregelen interne modellen (TRIM), on-site onderzoeken en SREP vereisten.

\* Zie het overzicht op [dnb.nl](https://dnb.nl) voor een uitgebreide beschrijving van de maatregelen.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest



## Risicobeeld

schok is echter veel groter dan de schokken waarmee in reguliere stresstesten rekening wordt gehouden. Hoewel de steunmaatregelen van de overheid direct (via garanties) en indirect (via steun aan bedrijven en huishoudens) bijdragen aan het beperken van de risico's voor de financiële sector, kunnen bij een langdurige recessie aanvullende overheidsmaatregelen nodig zijn. Zo kan verdere verruiming van overheidsgaranties op bedrijfsleningen de risico's voor banken beperken. Een mogelijk nadeel van ruime garanties is dat de overheid hierdoor bedrijven overeind houdt die niet levensvatbaar zijn. Dit risico kan worden verkleind door banken een financieel belang te laten houden bij een goede risicobeoordeling. Bij aanvullende steunmaatregelen dienen ook de mogelijkheden van het bieden van meer maatwerk te worden verkend. Als het herstel langdurig uitblijft, kan niet worden uitgesloten dat, net als in de kredietcrisis, directe steun aan banken onverhoopt nodig is, met inachtneming van resolutiewetgeving. Zo kan worden voorkomen dat banken dusdanig in de problemen komen dat de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens in gevaar komt.

**Een sterke gezamenlijke Europese beleidsreactie kan het risico op een hernieuwde Europese schulden crisis verminderen.** Binnen de eurozone bestaan grote verschillen in de mate waarin landen geraakt worden door de crisis en de mate waarin overheden, bedrijven en huishoudens deze externe schok kunnen opvangen. Tegelijk zijn landen binnen de eurozone economisch en financieel sterk met elkaar verweven. Dit onderstreept de noodzaak van een gecoördineerde en gezamenlijke Europese aanpak om permanente schade aan de economie van de eurozone zoveel mogelijk te beperken, schulden beheersbaar te houden en te voorkomen dat de crisis leidt tot verdere divergentie binnen de EMU. In de eerste plaats is het belangrijk dat het noodpakket van EUR 540 miljard, waartoe de Europese Raad heeft besloten, zo snel mogelijk volledig operationeel wordt. Daarnaast is het van belang dat overeenstemming wordt bereikt over gecoördineerd Europees beleid in de herstelfase. Een herstelfonds of gezamenlijke financieringsinstrumenten kunnen hierbij een nuttige rol spelen.

**Door de klimaatagenda te integreren in de maatregelen gericht op het economisch herstel kan worden voorkomen dat de energietransitie vertraging oploopt en financiële risico's toenemen.** Steunmaatregelen vanuit de overheid zijn in eerste instantie logischerwijs vooral gericht op het verlichten van acute liquiditeitsproblemen bij huishoudens en bedrijven. In een volgend stadium dienen noodzakelijke investeringen in verduurzaming, zoals die zijn opgenomen in het klimaatakkoord, waar mogelijk te worden geïntegreerd met de maatregelen en investeringen gericht op het stimuleren van economisch herstel. Daarnaast is het wenselijk dat bij staatssteun aan specifieke uitstootintensieve bedrijven duurzaamheidseisen worden gesteld. Verder is aanscherping van het Europese emissiehandelssysteem (ETS) nog belangrijker geworden. Dergelijke maatregelen stimuleren niet alleen het economisch herstel, maar verkleinen ook het risico dat de energietransitie vertraging oploopt en als gevolg daarvan op een later moment gepaard gaat met abrupte schokken voor het financiële stelsel (zie 'Klimaat- en energietransitierisico's').

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

# Risicobeeld

## **Voorkomen moet worden dat tijdelijke crisismaatregelen in het prudentieel toezicht een structureel karakter krijgen.**

Toezichthouders stellen op uiteenlopende manieren tijdelijk minder zware eisen, bieden ruimte voor flexibiliteit bij de toepassing van standaarden, of hebben hervormingen van de bestaande regelgeving uitgesteld. Deze maatregelen dienen tijdig weer te worden ingetrokken, zodat de geboden verlichtingen geen permanent karakter krijgen. De belangrijke hervormingen in toezichtraamwerken die zijn doorgevoerd in reactie op de kredietcrisis zijn nog steeds van belang met het oog op de soliditeit van de financiële sector. Deze crisis doet dan ook niets af aan de noodzaak van verdere verbeteringen en implementatie daarvan. Ook is van belang dat het vrijgeven van macroprudentiële buffers niet tot een structurele verzwakking van kapitaalposities leidt. DNB zal later dit jaar een besluit nemen over het moment waarop de ondergrens voor de risicoweging van hypotheekleningen alsnog kan ingaan. Wanneer de economische situatie is genormaliseerd, zal DNB de verlaging van de systeembuffers compenseren met een geleidelijke opbouw van de contracyclische kapitaalbuffer. Het voordeel van deze buffer is

dat hij in tijden van crisis eenvoudig is vrij te geven. Deze wijziging in de samenstelling van buffers zal zoveel mogelijk kapitaalneutraal zijn, waardoor de buffereisen uiteindelijk weer op het niveau van voor de coronacrisis zullen uitkomen.

**Een exitstrategie voor het uitzonderlijk ruime monetaire beleid is noodzakelijk wanneer de economische situatie genormaliseerd is.** Op dit moment staat het ECB-beleid voor een belangrijk deel in het teken van de reactie op de coronacrisis, waarbij de ECB heeft aangegeven binnen haar mandaat alles te zullen doen om financiële fragmentatie in het eurogebied te voorkomen. Hoewel er in een crisis goede redenen zijn voor dit beleid, neemt hierdoor de afhankelijkheid van centrale bankfinanciering verder toe. Op de langere termijn is het onwenselijk als overheden en banken te sterk afhankelijk raken van de centrale bank voor de financiering van hun schulden. Naarmate het uitzonderlijk ruime monetaire beleid langer aanhoudt, nemen de risico's voor de financiële stabiliteit toe en wordt het moeilijker om het beleid in de toekomst te verkrappen, zeker nu overheidsschulden sterk zullen stijgen. Het opstellen van een exitstrategie is daarom een belangrijke eerste stap richting normalisatie van het monetaire beleid.

**Overheidsschulden dienen te zijner tijd zeer geleidelijk te worden afgebouwd.** Overheden vangen een groot deel van de impact van de coronacrisis op. Bij een dergelijke zware externe schok is dat passend. De overheid treedt op als verzekeraar van dit staatrisico, en kan de kosten over de tijd en over meerdere generaties uitsmeren. Omdat deze crisis naar verwachting de buffers van bedrijven en huishoudens fors zal verlagen, dient het te zijner tijd afbouwen van overheidsschulden bij voorkeur zeer geleidelijk te gebeuren. Ook pleit de grote onzekerheid over de economische gevolgen van de coronacrisis ervoor om de komende jaren nog geen drastische budgettaire maatregelen te nemen, maar voor zover mogelijk de automatische stabilisatoren vrijuit te laten werken. Daarbij kunnen overheden de houdbaarheid van hun schuld vergroten door het groeipotentieel van de economie te versterken. Dit vraagt in sommige landen om aanzienlijk grotere inspanningen dan in de afgelopen jaren verricht zijn. Binnen de eurozone kan een vereenvoudigd Stabiliteits- en Groeipact, waarbij meer dan nu de nadruk ligt op schuldreductie, bij deze opgave een belangrijke rol spelen.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

### Leeswijzer

Klik op een risicobol.  
Er verschijnt dan een  
overzichtspagina, van  
waaruit u verder kunt  
klikken naar Achtergrond,  
Beleid en Cijfers pagina's.

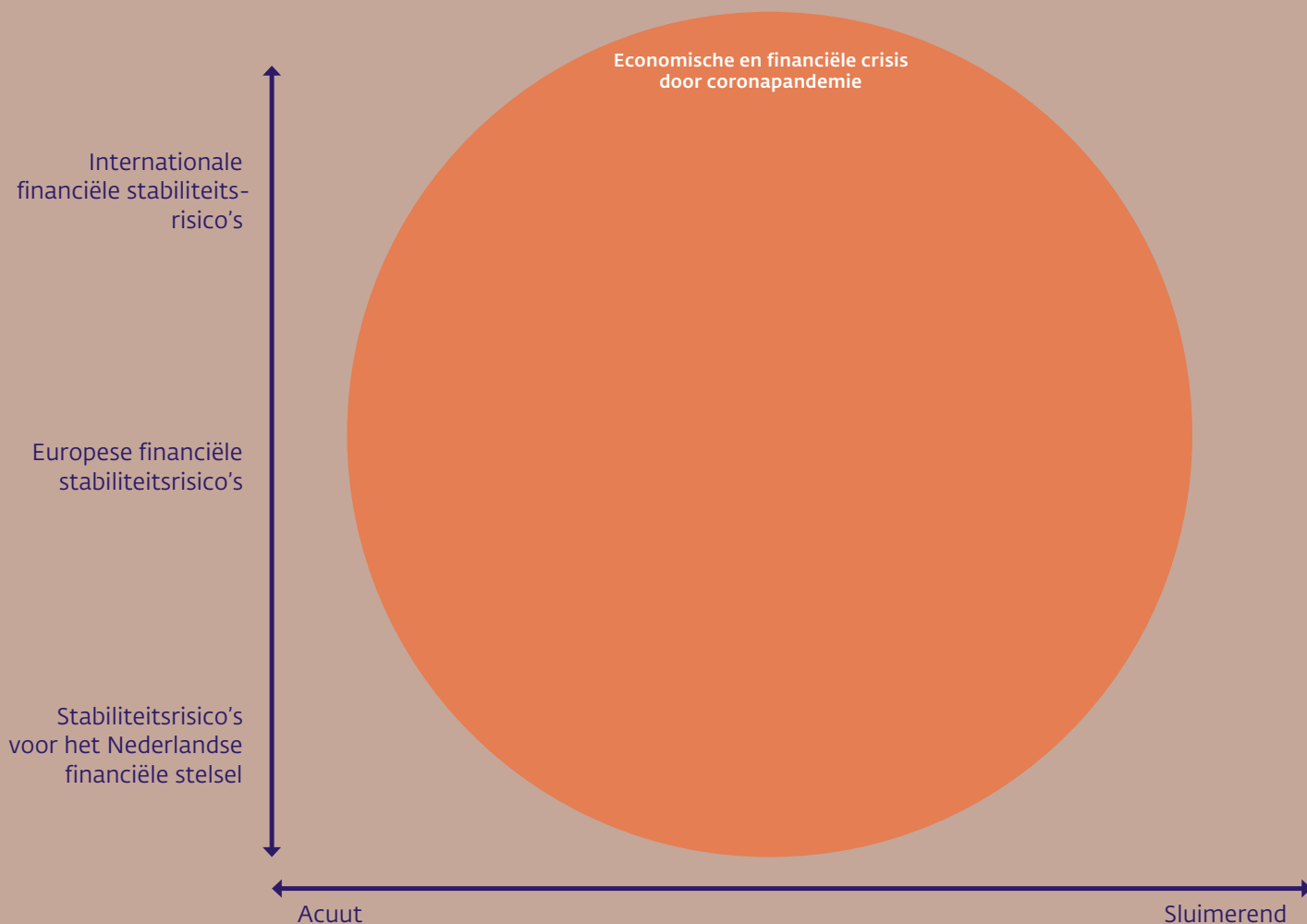
De cijfers van dit OFS  
worden tevens als los  
bestand op dnb.nl geplaatst;  
evenals een overzicht  
van macroprudentiële  
indicatoren.

De afsluitdatum van de  
grafieken in dit OFS is  
26 mei 2020.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest



### Toelichting

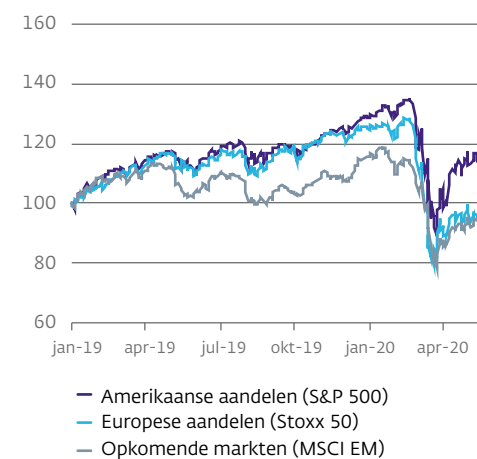
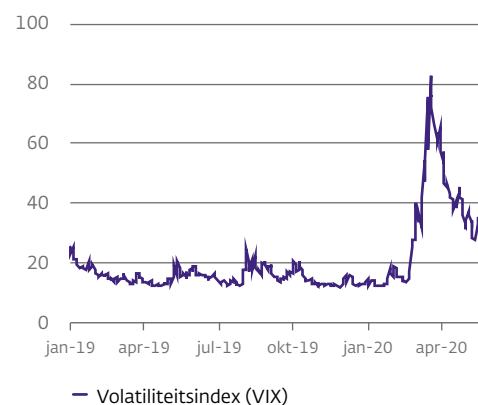
De risicokaart geeft een schematisch overzicht van de belangrijkste risico's voor de financiële stabiliteit. Het risico van een economische en financiële crisis als gevolg van de coronapandemie is hierin het grootst. Andere risico's voor de financiële stabiliteit hangen veelal samen met de coronacrisis. De grootte van de cirkel geeft de omvang van het risico weer. De kleur van de cirkel geeft weer of een risico op de middellange termijn gezien sterk toenemend (rood), beperkt toenemend (geel) of constant (grijs) is.

## Volatiliteit op financiële markten en gebrek aan liquiditeit

- Door de onzekerheid over de impact van de coronacrisis op de wereldeconomie is de volatiliteit op financiële markten in maart gestegen naar recordhoogte en zijn prijzen van risicovolle activa sterk gedaald (figuur 1). Door een *flight to quality* daalde de risicovrije rente en stegen de risicopremies op bedrijfsobligaties en staatspapier in landen met een lagere kredietwaardigheid sterk. Daarbij verslechterde de liquiditeit in sommige marktsegmenten aanzienlijk.
- Door uitzonderlijke budgettaire en monetaire impulsen, met onder meer de introductie van het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) door de ECB en een ongelimiteerd opkoopprogramma van de Federal Reserve Board (Fed), zijn financiële markten in rustiger vaarwater gekomen. Een aanzienlijk deel van de initiële marktcorrectie is daarbij hersteld, maar desondanks blijven financiële condities verkrappend.
- Het risico op verdere marktcorrecties en oplaaiende volatiliteit op financiële markten blijft onverminderd hoog, door de nog ongewisse impact van de coronacrisis op de mondiale groei.

Figuur 1 Volatiliteit naar ongekende hoogte en aandelenbeurzen in mineur door coronacrisis

Index; Index 1 januari 2019=100



Bron: Refinitiv.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Volatiliteit op financiële markten en gebrek aan liquiditeit: Achtergrond

**Financiële markten staan sinds het begin van het jaar in het rood als gevolg van de wereldwijde verspreiding van het coronavirus en de onzekerheid over de economische gevolgen.** Wereldwijd zijn aandelenbeurzen in het eerste kwartaal sterk gedaald. De MSCI World Index daalde vanaf medio februari over een periode van slechts vijf weken met meer dan 30%. Daarbij werden regelmatig circuit breakers geactiveerd, waarbij de aandelenhandel als gevolg van grote koersbewegingen tijdelijk werd stil gelegd. Europese aandelenbeurzen boekten eind februari het slechtste weekresultaat sinds de kredietcrisis (figuur 2). Ook obligatiemarkten werden zwaar getroffen door het verslechterde marktsentiment en een flight to quality. Risicopremies van met name high-yield bedrijfsobligaties en staatsobligaties van landen met een lagere kredietwaardigheid in de eurozone stegen sterk. Daarbij verslechterde de liquiditeit in sommige marktsegmenten aanzienlijk. Vooral de markten voor staatspapier en high yield

bedrijfsobligaties in de VS hadden te maken met opdrogende liquiditeit en de primaire markt voor de uitgifte van bedrijfsobligaties lag in maart zowel in de VS als de eurozone enige tijd vrijwel stil. Vooral de snelheid waarin de marktcorrectie in het eerste kwartaal zich voltrok en verspreidde over verschillende marktsegmenten was in meerdere opzichten uniek. De totale daling in activaprijzen gedurende de eerste maanden van de coronacrisis is vooralsnog echter minder groot dan in de kredietcrisis (figuur 3).

### **In reactie op de coronacrisis hebben centrale banken uitzonderlijke maatregelen getroffen.**

Om de economische schade van de coronauitbraak te beperken, hebben centrale banken in korte tijd ingrijpende steunmaatregelen aangekondigd. De Fed verlaagde in maart in twee stappen de beleidsrente met maar liefst 1,5 procentpunt naar een niveau van 0 tot 0,25 procent. Daarnaast kondigde de Fed de start van een nieuw opkoopprogramma aan.

In eerste instantie zou het gaan om 500 miljard dollar aan staatsobligaties en 200 miljard aan hypotheekschulden, maar later breidde de Fed dit uit naar een ongelimiteerd opkoopprogramma. Om spanningen in de geldmarkten te verminderen werden ook de dollar *swap lines* tussen de Fed en andere centrale banken uitgebreid. In april kondigde de Fed opnieuw een pakket aan maatregelen aan om de economie te ondersteunen. Daarbij werd de leencapaciteit van de Fed fors uitgebreid, zowel in omvang als in ontvangers. Ook de ECB heeft vanaf maart de nodige maatregelen getroffen. Het bestaande opkoopprogramma werd met 120 miljard euro verhoogd tot het einde van 2020, bovenop de reeds aangekondigde maandelijkse aankopen van 20 miljard euro. Daarnaast introduceerde de ECB het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), waarmee na de uitbreiding in juni in totaal 1350 miljard euro aan staats- en bedrijfsobligaties kan worden aangekocht. Ook andere centrale banken kwamen met

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Volatiliteit op financiële markten en gebrek aan liquiditeit: Achtergrond

aanvullende maatregelen. De beleidsreacties van centrale banken op de corona-uitbraak volgden op eerdere verruiming in de tweede helft van 2019, toen toenemende handelsspanningen en zorgen over de wereldeconomie leidden tot lagere inflatievooruitzichten.

**Financiële markten hebben zich sterk hersteld, maar financiële condities blijven vooralsnog kraker dan begin 2020.** De beleidsreactie van centrale banken en overheden heeft het marktsentiment sinds medio maart gedeeltelijk gekeerd. In reactie op de monetaire impulsen daalden rentes op overheidsobligaties in de Eurozone sterk, en zakten de spreads binnen de eurozone (figuur 4). Inmiddels is een aanzienlijk deel van de initiële correctie in aandelenkoersen hersteld, vooral in de VS. De volatiliteit blijft echter hoog, en sommige markten functioneren nog niet als voorheen. De onzekerheid over het verdere verloop van de pandemie en de gevolgen ervan voor de economie maken beleggers onzeker.

**De scherpe correctie op financiële markten volgde op een lange periode van *search for yield* en hoge risicobereidheid.** Veel beleggers zijn in de afgelopen jaren, aangemoedigd door de lage rente en het ruime monetaire beleid, steeds risicovoller gaan beleggen, waardoor activaprijzen en waarderingen lange tijd bijna onafgebroken zijn gestegen. Doordat de risicobereidheid onder beleggers lange tijd hoog was, ook toen economische vooruitzichten verslechterden en *fundamentals* van bedrijven verzwakten, werd het financiële systeem steeds kwetsbaarder voor een omslag in het sentiment.

**De hoge risicobereidheid die voorafging aan de coronacrisis heeft geleid tot een groei in risicovolle bedrijfsschulden.** Zo neemt het aandeel bedrijfsobligaties met een lagere rating al langere tijd toe (figuur 5) en is markt voor risicovolle bedrijfsschuld in zowel Europa als de VS de afgelopen jaren sterk in omvang toegenomen. Daarbij valt ook de snelle groei in de markt voor hefboomleningen

op. Hefboomleningen zijn leningen met een verhoogd risicoprofiel aan bedrijven met een lage kredietwaardigheid of een hoge mate van schuldfinanciering. Cijfers van de [Bank of England](#) laten zien dat deze markt in de periode 2016-2019 met 30% is gegroeid naar een totale omvang van USD 3,4 biljoen. Daarmee vormt het in ontwikkelde landen inmiddels 11% van het krediet aan niet-financiële bedrijven. Daarbij is het zorgelijk dat de leenvoorwaarden in de afgelopen jaren zijn versoepeld en de gemiddelde hefboom op de leningen is toegenomen ([FSB](#), 2019). De gemiddelde omvang van in 2019 uitgegeven hefboomleningen bedroeg 5,4 keer de operationele kasstroom (EBITDA), hoger dan tijdens de piek voor de kredietcrisis ([Bank of England](#), 2019). Risicovolle bedrijfsschulden zijn door de coronacrisis hard geraakt door toenemende twijfels over de houdbaarheid van deze schulden.

## Volatiliteit op financiële markten en gebrek aan liquiditeit: Achtergrond

**De grote netto uitstroom uit beleggingsfondsen heeft de forse correctie op financiële markten versterkt.** Beleggingsfondsen zijn sinds de kredietcrisis flink in omvang toegenomen en hebben daardoor een grotere rol op financiële markten dan voorheen. Daarbij zijn beleggingsfondsen in de afgelopen jaren steeds meer gaan beleggen in minder liquide en meer risicovolle vermogenstitels en zijn de cash-buffers in de sector afgenomen (IMF, 2019). In maart vond zowel in de VS als in Europa een grote uitstroom uit beleggingsfondsen plaats door een grote verschuiving richting activa met een lager risicoprofiel (figuur 6). Daarbij was de uitstroom het grootst in fondsen die beleggen in minder liquide bedrijfsobligaties met een relatief hoog risicoprofiel. De uitstroom uit beleggingsfondsen heeft de neerwaartse aanpassing op financiële markten versterkt. Doordat beleggers hun inleg aan open-einde beleggingsfondsen kunnen onttrekken, kunnen beleggingsfondsen met een liquiditeitsmismatch worden gedwongen om hun

minder liquide posities te liquideren in een fire sale, om op die manier aan hun verplichtingen te kunnen voldoen, waardoor een reeds ingezette prijscorrectie wordt versterkt. In Nederland was de uitstroom uit beleggingsfondsen relatief beperkt, omdat het voor het groot deel pensioenbeleggingen betreft. Wel was er sprake van een forse uitstroom bij *exchange traded funds* (ETFs).

**Door de grote onzekerheid over de economische gevolgen van de corona pandemie en beleidsonzekerheid op andere terreinen zijn verdere marktcorrecties niet uit te sluiten.** Het verloop van de pandemie en de mate waarin budgettaire en monetaire impulsen erin slagen om de impact ervan op de economie te beperken, zullen in grote mate het sentiment onder beleggers bepalen. Daarbij kan het verlagen van de kredietrating van BBB obligaties in het bijzonder zorgen voor marktvolatiliteit, omdat dit ertoe kan leiden dat veel beleggers

deze obligaties moeten verkopen door het verlies van de investment grade status. Naast onzekerheden met betrekking tot de coronacrisis zijn er mondiaal verschillende onzekerheden die er eveneens voor kunnen zorgen dat het sentiment onder beleggers plotseling verslechtert. Zo kunnen een ongeordend Brexit-proces of toch weer oplopende handelsspanningen tussen de VS en China zorgen voor een negatief sentiment (zie ook '[Landenrisico](#)'). Ook andere geopolitieke conflicten kunnen zorgen voor een hernieuwd *risk-off* sentiment onder beleggers.

**Bij het herstel op financiële markten dat volgde op de forse marktcorrectie is de divergentie met de reële economie toegenomen.** Zo beleefden Amerikaanse aandelenbeurzen in april de beste maand sinds 1987, terwijl economische vooruitzichten verslechterden en werkloosheidscijfers snel opliepen in dezelfde periode. De opleving op financiële markten is dan ook sterk gedreven door monetaire impulsen.

## Volatiliteit op financiële markten en gebrek aan liquiditeit: Achtergrond

Hierdoor kunnen prijzen van (risicovolle) activa uit de pas lopen met de fundamentele waarde die deze activa op grond van de stand van de economie zouden moeten hebben. Een toenemende divergentie tussen financiële markten en de reële economie herbergt het risico op nieuwe, ongeordende marktcorrecties, bijvoorbeeld wanneer de pandemie opleeft in een nieuwe golf van besmettingen.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest



## Volatiliteit op financiële markten en gebrek aan liquiditeit: Beleid

**Beleggers en financiële instellingen moeten voorbereid zijn op verdere marktcorrecties, nu financiële markten op zoek zijn naar een nieuw evenwicht.** De economische gevolgen van de coronacrisis zullen in de komende maanden verder duidelijk worden. Ontwikkelingen op financiële markten zullen daarom in sterke mate afhangen van het verdere verloop van de pandemie en de beleidsreactie van overheden en centrale banken. Wanneer het langer duurt voor het virus onder controle is en de economische impact groter is dan door financiële markten wordt ingeprijsd, zal de volatiliteit op financiële markten weer oplaaien. Financiële instellingen moeten in hun risicomanagement daarom rekening houden met verschillende scenario's en bijvoorbeeld door middel van stresstesten de impact van potentiële schokken in kaart brengen. Daarnaast kunnen financiële instellingen niet vertrouwen op hun bestaande risicomanagement

raamwerken, omdat die mogelijk onvoldoende rekening houden met de unieke karakteristieken van deze crisis. Financiële instellingen moeten zich hier van bewust zijn bij het beheersen van hun risico's.

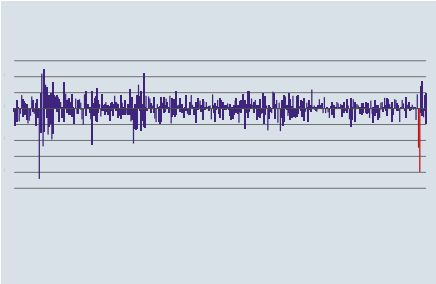
**De uitzonderlijke monetaire impulsen zijn nodig in reactie op de coronacrisis, maar vergroten de afhankelijkheid van centrale bank beleid.** Door de dominante positie van centrale banken op financiële markten is de samenhang tussen de prijsvorming van verschillende vermogenstitels toegenomen, omdat marktpartijen zich meer dan voorheen richten op het beleid van centrale banken. Door de grote afhankelijkheid van het beleid van centrale banken, neemt ook het risico op plotselinge uitschieters toe bij een verandering van de overheersende marktvisie.

Risicobeeld

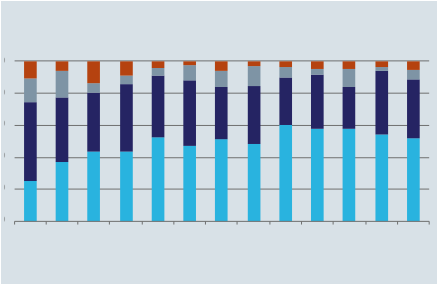
Risicokaart

Pandemiestresstest

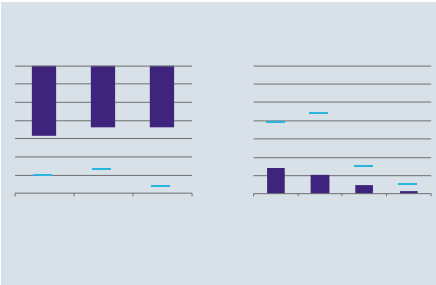
# Volatiliteit op financiële markten en gebrek aan liquiditeit: Cijfers



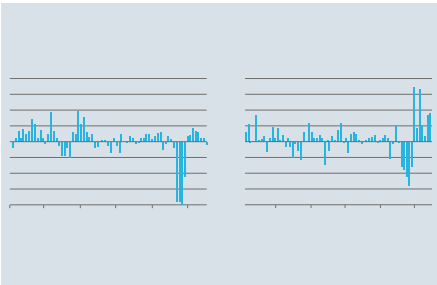
Europese aandelenbeurzen boeken in coronacrisis slechtste weekresultaat sinds de kredietcrisis  
Bekijk figuur 2 →



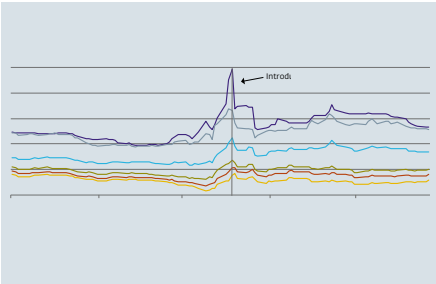
Uitgifte bedrijfsobligaties met een lagere rating toegenomen in EU  
Bekijk figuur 5 →



Marktcorrectie door coronacrisis raakt risicovolle activa, maar daling in activaprijzen vooralsnog minder groot dan in de kredietcrisis  
Bekijk figuur 3 →



Forse uitstroom uit beleggingsfondsen door *risk-off* sentiment onder beleggers  
Bekijk figuur 6 →

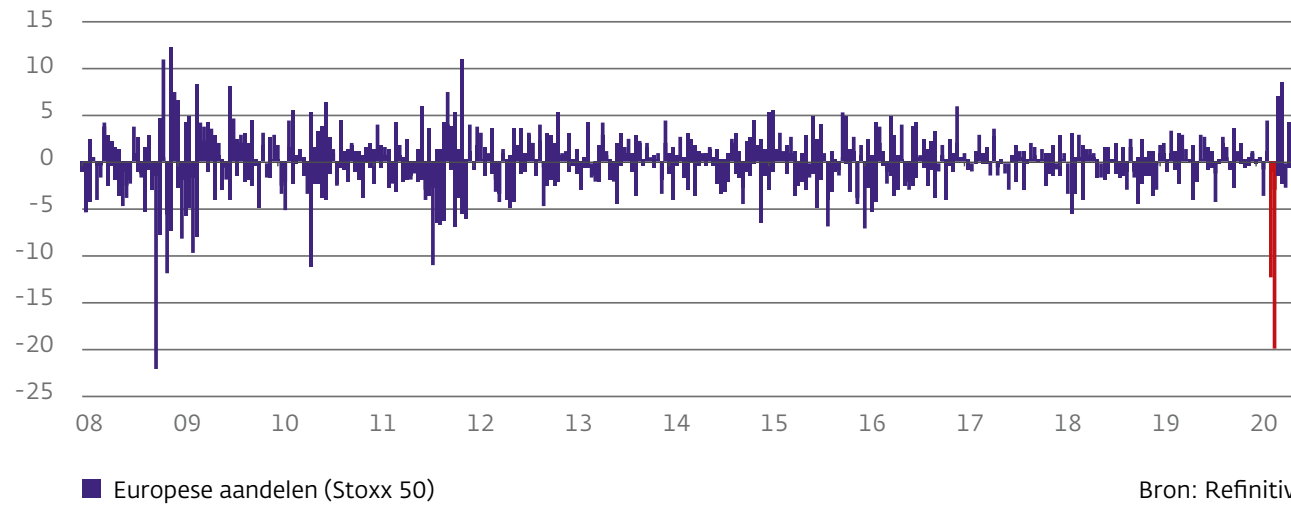


Introductie Pandemic Emergency Purchase Programme doet rentes overheidspapier dalen  
Bekijk figuur 4 →

Risicobeeld  
Risicokaart  
Pandemiestresstest

## Figuur 2 Europese aandelenbeurzen boeken in coronacrisis slechtste weekresultaat sinds de kredietcrisis

Prijsmutatie per week in procenten



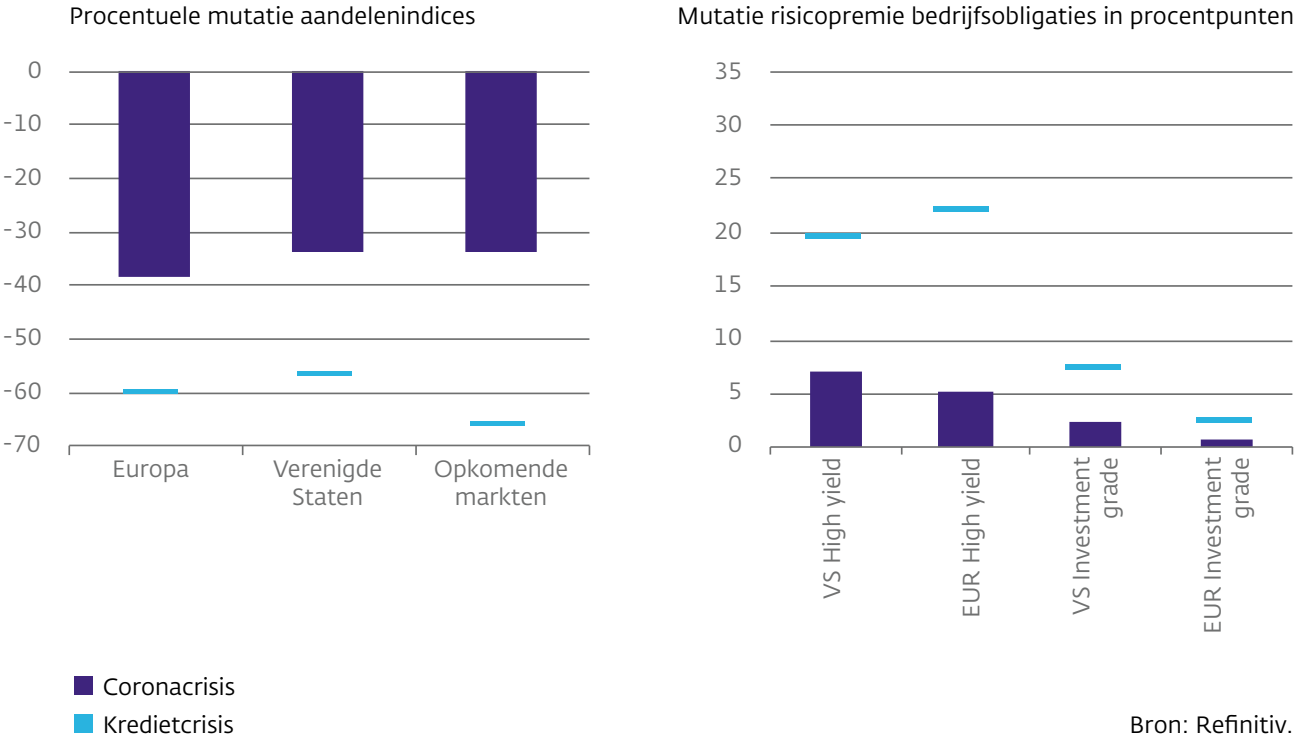
Bron: Refinitiv.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

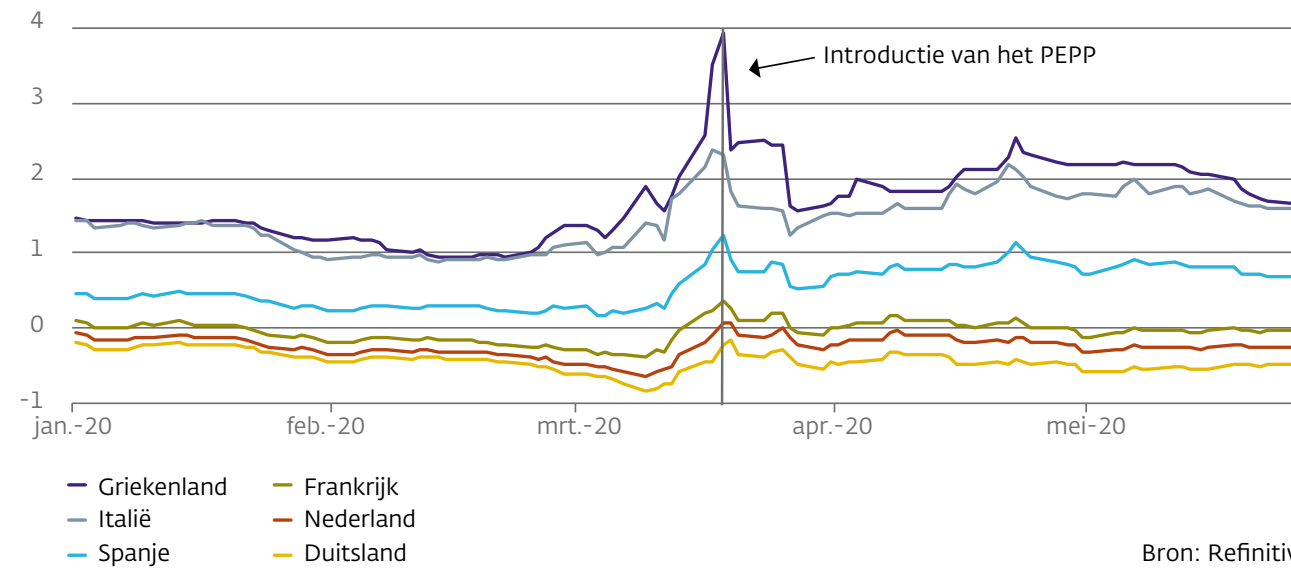
Figuur 3 Marktcorrectie door coronacrisis raakt risicovolle activa, maar daling in activaprijzen vooralsnog minder groot dan in de kredietcrisis



Toelichting: de grafiek toont het verschil tussen de piek en het dal (*peak-to-through*) voor zowel de kredietcrisis (gemeten over 2007-2009) als de coronacrisis (gemeten over 2020 *year-to-date*). Risicopremies bedrijfsobligaties zijn in afwijking van 1-jaars Treasury (VS) en 5-jaars overheidspapier Duitsland (EUR).

## Figuur 4 Introductie Pandemic Emergency Purchase Programme doet rentes overheidspapier dalen

Procenten; rente tienjaars staatsobligaties



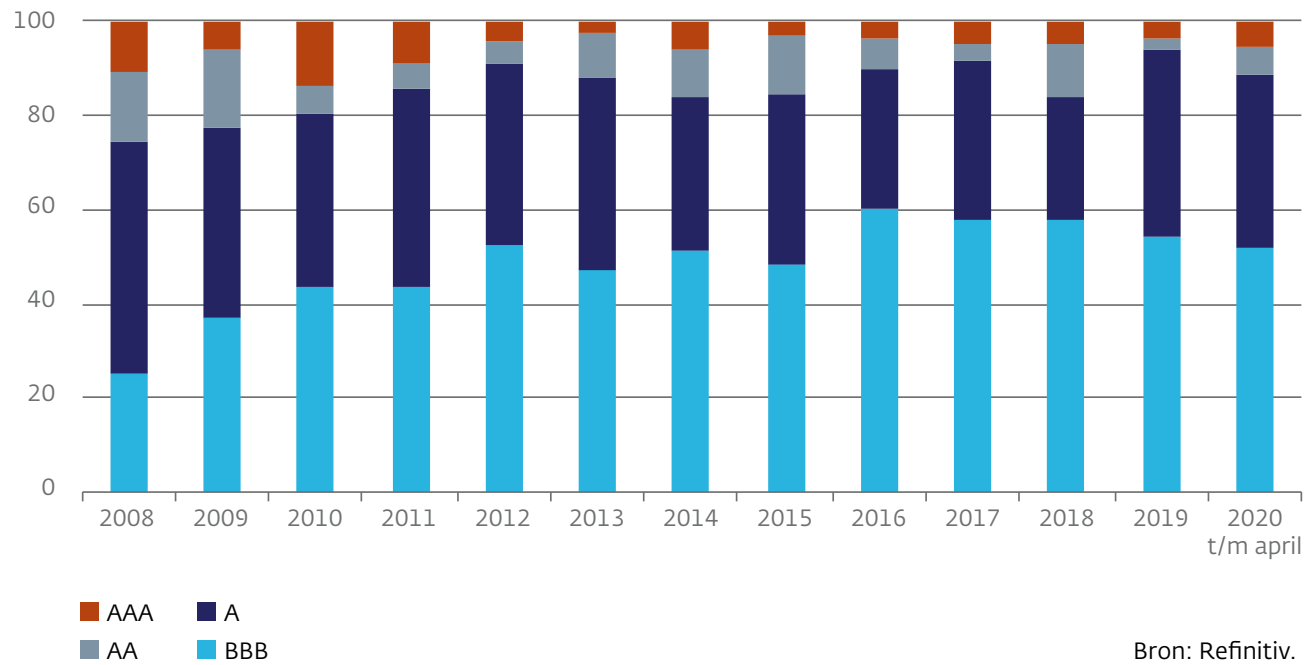
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Figuur 5 Uitgifte bedrijfsobligaties met een lagere rating toegenomen in EU

Percentage in nieuwe uitgifte investment grade bedrijfsobligaties per jaar



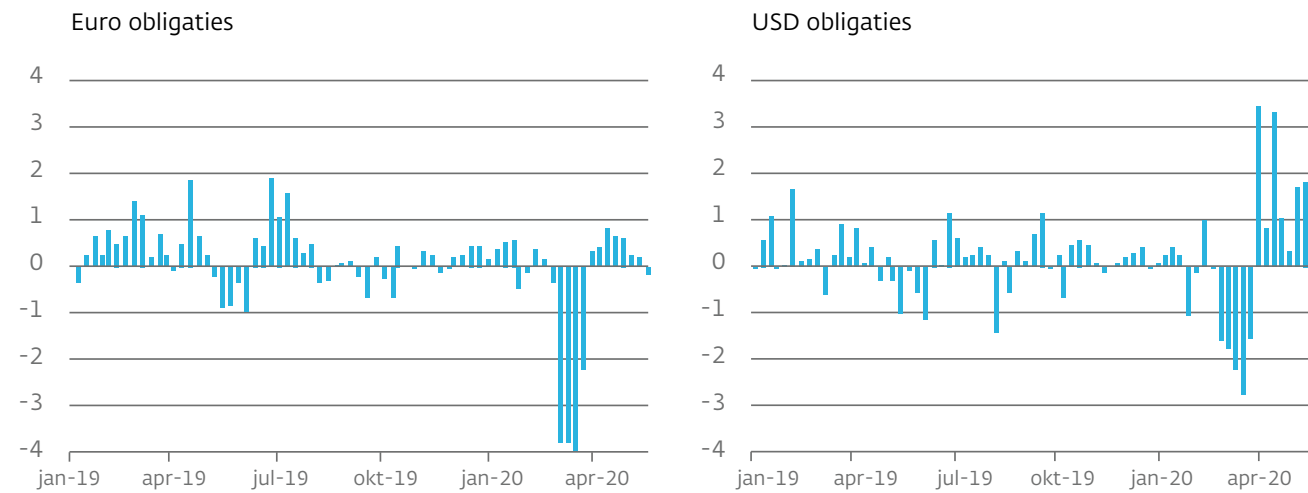
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Figuur 6 Forse uitstroom uit beleggingsfondsen door *risk-off* sentiment onder beleggers

Procenten wekelijkse instroom van *assets under management*



Bron: Refinitiv (Lipper).

Risicobeeld

Risicokaart

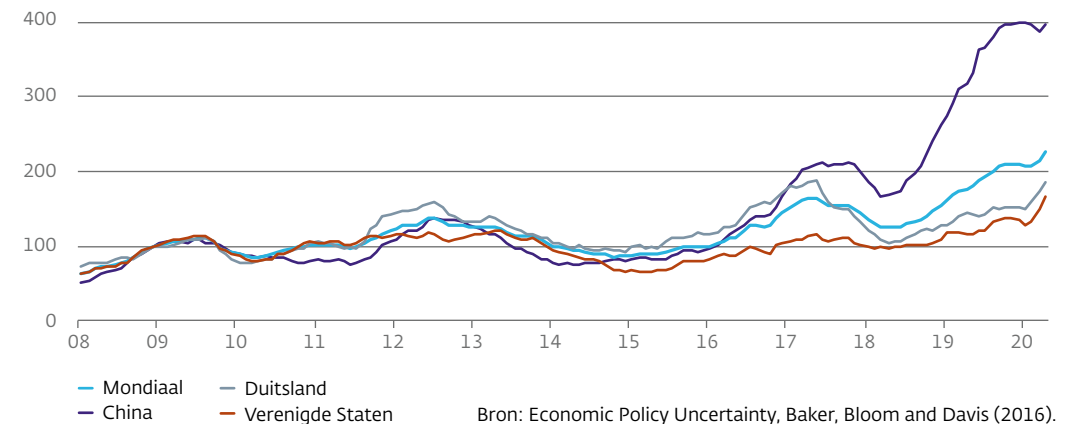
Pandemiestresstest

## Landenrisico

- De economieën van een aantal landen met een grote impact op de mondiale groei, zoals China en de VS, zijn hard getroffen door de gevolgen van de wereldwijde corona-uitbraak.
- In deze landen hebben zich in de afgelopen jaren structurele kwetsbaarheden opgebouwd. In de VS is er sprake van hoge schulden bij zowel de overheid als bedrijven. In China vormen vooral de hoge schulden van bedrijven en snel groeiende schulden van huishoudens een probleem, ook voor de Chinese bankensector.
- Opkomende economieën zijn als gevolg van de coronacrisis geraakt door een ongekeende uitstroom van kapitaal.
- Wereldwijd is de beleidsonzekerheid groot (figuur 7). Spanningen in het Midden Oosten, het olieconflict tussen Rusland en Saudi-Arabië, en handelsspanningen en toenemend protectionisme zorgen voor geopolitieke risico's. Binnen Europa zijn onzekerheden omtrent Brexit en de toekomstige verhouding tussen de EU en het Verenigd Koninkrijk een risico voor de financiële stabiliteit.

Figuur 7 Wereldwijd grote beleidsonzekerheid

Index 1 januari 2008=100; 12-maands voortschrijdend gemiddelde



Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest



## Landenrisico: Achtergrond

**Ontwikkelingen in individuele, systeem-relevante landen, hebben ook gevolgen voor het Nederlandse financiële stelsel.** Nederlandse financiële instellingen hebben aanzienlijke uitzettingen in het buitenland. Zo staat bijvoorbeeld maar liefst 87% van de beleggingen van Nederlandse pensioenfondsen uit in het buitenland. Negatieve gebeurtenissen in het buitenland kunnen leiden tot kredietverliezen en stijgende risicopremies in het betreffende land, waardoor Nederlandse financiële instellingen geconfronteerd worden met verliezen op hun beleggingsportefeuilles. Naast deze directe impact, kunnen negatieve gebeurtenissen in het buitenland ook indirect doorwerken, bijvoorbeeld wanneer ze zorgen voor een omslag in het heersende marktsentiment en/of een lagere mondiale economische groei.

### Wereldwijde impact corona

**De wereldwijde corona-uitbraak heeft een grote impact op de economie van landen als**

**de Verenigde Staten en China, die bepalend zijn voor de mondiale groei.** Doordat de uitbraak van het virus niet beperkt bleef tot een bepaalde regio, maar zich snel verspreidde over alle continenten, is de mondiale economische impact fors. In China, dat als eerste te maken kreeg met de corona-uitbraak, lijkt de impact op de economische groei aanzienlijk. Bestedingen van consumenten en bedrijven daalden in de eerste twee maanden van het jaar met ongeveer 20 tot 25 procent ten opzichte van vorig jaar, de industriële productie daalde met bijna 15 procent. In het eerste kwartaal kromp de Chinese economie met 6,8 procent ten opzichte van het eerste kwartaal van 2019. Een snel herstel is daarbij uitgesloten, omdat de vraag vanuit met name de VS en de EU naar Chinese goederen fors is gedaald. De uiteindelijke impact zal daarom sterk afhangen van ontwikkelingen op mondiaal niveau. Ook de economie van de VS is hard geraakt door de coronacrisis. De flexibele arbeidsmarkt, het hoge aandeel kleine bedrijven

en de sterke afhankelijkheid van de dienstensector maken de Amerikaanse economie relatief kwetsbaar voor de economische gevolgen van de pandemie. Deze kwetsbaarheid komt tot uiting in de sterke stijging van de werkloosheid en het aantal uitkeringsaanvragen. Daarbij is de impact op het besteedbaar inkomen fors, mede door de beperkte werkloosheidsverzekering in de VS.

**Voorafgaand aan de coronacrisis stegen bedrijfsschulden in onder meer de VS en China sterk.** Al sinds 2012 groeien bedrijfsschulden in de VS harder dan de economie. Sinds begin 2012 is de schuld van niet-financiële bedrijven in de VS met 54% toegenomen (ruim 9 procentpunt van het bbp). Cijfers van de Bank of England laten zien dat ook de uitgifte van hefboomleningen in de afgelopen jaren snel gegroeid is in de VS, aanzienlijk sneller dan in Europa en de rest van de wereld. De totale omvang van uitstaande hefboomleningen in de VS is gegroeid van 600 miljard dollar in 2008 naar 1150 miljard dollar

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Landenrisico: Achtergrond

eind 2019. Door de uitbraak van de coronacrisis, en de *flight to quality* die hierop volgde, is de rente op (risicovolle) bedrijfsschulden snel opgelopen (figuur 8). Beleggers vrezen voor de houdbaarheid van de Amerikaanse bedrijfsschulden, vooral in het meer risicovolle segment. Ook in China zijn bedrijfsschulden sterk gegroeid in de afgelopen jaren. De snelle accumulatie van schuld gaat daarbij gepaard met een verminderde winstgevendheid van Chinese bedrijven, waardoor de schuldfinancieringsratio (de verhouding tussen schuldbetalingen en inkomen) van de niet-financiële sector in 2019 is gestegen naar 20% (11% in 2008). De toename van de Chinese schaduwbanksector speelt een belangrijke rol in de toename van de Chinese kredietverlening en vormt een risico voor de financiële stabiliteit.

**In de eurozone zijn Italië en Spanje het hardst geraakt door de corona pandemie, waarbij er met name in Italië reeds grote zorgen waren**

**over de financiële situatie.** In maart liepen de risicopremies op Italiaanse staatsschuld sterk op. Nadat financiële markten door de aankondiging van het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) door de ECB in rustiger vaarwater kwamen, daalden de risicopremies tijdelijk weer. Financieel-economisch komen de gevolgen van de corona-uitbraak op een moeilijk moment voor Italië, omdat er reeds zorgen waren over de houdbaarheid van de begroting, zowel op de korte als de middellange termijn (zie 'Houdbaarheid publieke en private schulden'). De herstel mogelijkheden van de Italiaanse economie zijn bovendien beperkt, doordat het land kampt met een relatief laag groeipotentieel.

### Opkomende landen

**Opkomende landen hebben te kampen met een grote kapitaalvlucht door de coronacrisis.**

Kapitaaluitstromen uit opkomende markten waren in de periode tussen eind januari en eind maart zelfs groter dan tijdens de kredietcrisis

in 2008. De valuta van opkomende landen staan sterk onder druk sinds het begin van de coronacrisis (figuur 9). Daarbij valt ook het grote aantal landen op dat door de kapitaaluitstroom wordt geraakt. Veel schulden in opkomende economieën zijn in dollars gedenomineerd, waardoor de twijfels over de houdbaarheid van deze schulden zijn toegenomen en het herfinancieringsrisico snel is opgelopen.

**De sterke daling in grondstoffen prijzen raakt een aantal opkomende landen hard.** Hierdoor vallen de dollarinkomsten uit grondstoffen gedeeltelijk weg, terwijl het tegelijk moeilijker is om aan de verplichtingen in dollars te voldoen. Met name grondstofproducerende landen als Brazilië, Colombia, Mexico, Rusland en Saudi-Arabië worden getroffen door de daling in grondstoffen prijzen.

**De uitgangspositie van veel opkomende landen is zwakker dan voorafgaand aan**

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Landenrisico: Achtergrond

**de kredietcrisis.** Zo zijn de schuld niveaus in de afgelopen jaren sterk gestegen en is de gemiddelde kredietrating lager (IMF, 2020). De beleidsruimte van veel opkomende economieën is daarbij beperkt, doordat beleidsrentes laag zijn en de ruimte voor budgettaire stimulus beperkt wordt door hoge schulden. Daarnaast zijn opkomende landen in toenemende mate afhankelijk van buitenlandse beleggers in de financiering van hun schuld en is de afhankelijkheid van externe financiering toegenomen.

**Het IMF heeft een breed pakket aan crisismaatregelen uitgerold.** Zo zijn de toegangslimieten voor noodfinanciering tijdelijk verhoogd, is er een nieuw preventief liquiditeitsinstrument geïntroduceerd, en zijn er verschillende maatregelen getroffen om de meest arme landen uit het lidmaatschap bij te staan. Meer dan honderd landen hebben al een verzoek ingediend bij het IMF voor

noodfinanciering, waarvan meer dan de helft ondertussen is goedgekeurd. Als gevolg van de ongeëvenaarde kapitaaluitstroom uit opkomende landen, zijn het dan ook met name deze landen die een beroep doen op noodfinanciering. Naast snelle noodfinanciering om de directe effecten van de gezondheidscrisis het hoofd te bieden, kunnen zij verder ook nog steeds bij het Fonds terecht voor langerlopende financieringssteun als onderdeel van een traditioneel economisch hervormingsprogramma.

### Handelsspanningen

**Handelsspanningen tussen de VS en China zijn afgenomen door het Phase I akkoord, maar de relatie tussen beide landen blijft gespannen.** In de loop van 2019 escaleerde het handelsconflict tussen de VS en China steeds verder, waarbij over en weer invoertarieven en beperkende maatregelen werden opgelegd. De handelsspanningen kunnen, zeker bij een blijvend karakter, forse schade toebrengen aan

de mondiale economische groei (IMF, 2019). Het zogeheten Phase I akkoord in januari van dit jaar heeft ervoor gezorgd dat de handelsspanningen tussen beide landen zijn afgenomen. Met name de omvangrijke Chinese maakindustrie wordt door het akkoord ontzien, terwijl in de VS met name de landbouw en de industrie zouden moeten profiteren van een toename van Chinese import. Tegelijkertijd blijft het wederzijds vertrouwen broos, ook door onenigheid over het ontstaan van het coronavirus.

**Oplaaierend protectionisme is ook op langere termijn een belangrijk risico voor de wereldeconomie en de beleidsonzekerheid blijft hoog.** Ook na het Phase I akkoord blijven de VS en China vasthouden aan een groot deel van de heffingen op wederzijdse import. Feitelijk zijn de importtarieven en de omvang van de import die onder de tarieven valt nog nauwelijks gedaald sinds het akkoord. Zolang de verdere implementatie en naleving van

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Landenrisico: Achtergrond

het Phase I akkoord onzeker is, kunnen de handelsspanningen weer opleven en zal er weinig ruimte zijn om verder te onderhandelen. In het Phase I akkoord zijn over veel gevoelige kwesties nog geen afspraken gemaakt. Naast de handelsspanningen zorgen ook de aankomende presidentsverkiezingen in de VS voor beleids-onzekerheid, omdat hierdoor ongewis is wat de koers van de Amerikaanse regering in de komende jaren zal zijn.

### Brexit

**Brexit blijft een risico voor de financiële stabiliteit.** Door de tussentijdse

Lagerhuisverkiezingen en de overwinning van de Conservatieven in december vorig jaar ontstond er een meerderheid voor het uittredingsakkoord

met de EU. Hiermee was de weg vrij voor het vertrek van het VK uit de EU op 31 januari, waarna er een transitieperiode is ingegaan tot eind 2020. Daarmee is aan de onzekerheid met betrekking tot Brexit nog geen einde gekomen. Het VK en de EU moeten voor de overgangsperiode eind dit jaar afloopt een akkoord sluiten over de vormgeving van de toekomstige relatie. De onzekerheid over de post-Brexit relatie en een mogelijke 'handelsklif' vormen een risico voor de financiële stabiliteit. Daarbij vraagt de coronacrisis alle aandacht van beleidsmakers en politici in zowel de EU als het VK, waardoor de tijdslijnen om een tijdig handelsakkoord te sluiten dat per 2021 in werking kan treden, nog meer onder druk zijn komen te staan. Een ongeordend verder verloop van het Brexit-proces kan resulteren in (forse)

verliezen voor instellingen met omvangrijke beleggingen in het VK of voor instellingen die zijn blootgesteld aan sectoren die direct geraakt zullen worden door het uitblijven van een handelsakkoord. De directe uitzettingen van de Nederlandse financiële sector op het VK bedragen ongeveer 4 procent van de totale uitzettingen. Pensioenfondsen beleggen het meest in het VK: hun directe uitzettingen bedragen 5 procent van hun totale uitzettingen. Financiële instellingen moeten daarnaast rekening blijven houden met het scenario van fors verminderde wederzijdse markttoegang per 2021. Zo is er bijvoorbeeld nog geen duidelijkheid over de toegang tot Britse centrale tegenpartijen (CCP's) voor Europese financiële instellingen vanaf 2021.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Landenrisico: Beleid

**Financiële instellingen dienen in hun risicomanagement landenrisico's in kaart te brengen en waar mogelijk te mitigeren.** Hoewel DNB beleid hanteert om concentratierisico's op opkomende landen te beperken, is de beheersing van het landenrisico allereerst de verantwoordelijkheid van financiële instellingen. Financiële instellingen dienen daarbij te beoordelen in hoeverre zij landenrisico's lopen op hun uitzettingen en welke aanvullende maatregelen nodig zijn om de risico's te beheersen, zoals bijvoorbeeld het beperken van bepaalde concentraties. Wel kunnen DNB en de ECB aanvullende eisen opleggen aan individuele banken, bijvoorbeeld als sprake is van een verhoogd risicoprofiel. DNB past verschillende beleidsregels toe om de risico's van blootstellingen aan opkomende landen te beperken. Als er sprake is van een materiële concentratie van uitzettingen op een opkomend land, dient een bank additioneel kapitaal aan te

houden. Daarnaast stelt DNB een maximum aan de uitzettingen op landen die geen deel uitmaken van de Europese Economische Ruimte (EER) in verhouding tot de in Nederland gegarandeerde deposito's. Voor banken onder Europees toezicht kan de ECB instellingsspecifieke maatregelen nemen voor landenrisico's. Ook in het toezicht op pensioenfondsen en verzekeraars kunnen mitigerende maatregelen worden opgelegd als landen- en concentratierisico's onvoldoende beheerst zijn.

**Financiële instellingen moeten zich, ook na het definitieve vertrek van het VK uit de EU, blijven voorbereiden op het ontbreken van een akkoord over de toekomstige relatie tussen het VK en de EU en het aflopen van tijdelijke maatregelen.** De financiële sector heeft zich in de afgelopen tijd ingezet om zich goed voor te bereiden op verschillende scenario's van de Brexit. Hierdoor zijn de financiële stabiliteitsrisico's

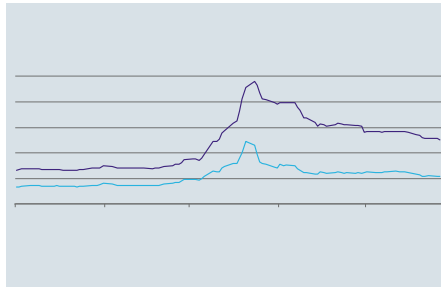
van een ongeordend Brexit-proces aanzienlijk verkleind. Desalniettemin zijn er nog veel onzekerheden over de toekomstige relatie tussen het VK en de EU, waarover tijdens de overgangsperiode zal worden onderhandeld. Daarnaast zijn veel genomen maatregelen tijdelijk van aard. Financiële instellingen moeten daarom doorgaan met voorbereidingen op een mogelijk 'hard' vertrek van de Britten uit de EU en het aflopen van tijdelijke maatregelen. De urgentie hiervan is toegenomen door de uitbraak van het coronavirus, omdat de prioriteit van beleidsmakers ligt bij de bestrijding van de crisis en er daardoor mogelijk weinig vooruitgang geboekt wordt in de onderhandelingen tussen de EU en het VK over de toekomstige relatie. Financiële instellingen moeten daarom rekening blijven houden met het risico van een *no-deal* uitkomst per einde 2020.

Risicobeeld

Risicokaart

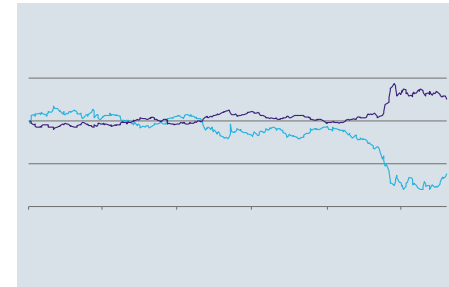
Pandemiestresstest

## Landenrisico: Cijfers



*Spreads* op Amerikaanse bedrijfs-schulden snel gestegen na twijfels over schuldhoudbaarheid door coronacrisis

Bekijk figuur 8 →



Valuta opkomende landen sterk in waarde gedaald versus de dollar

Bekijk figuur 9 →

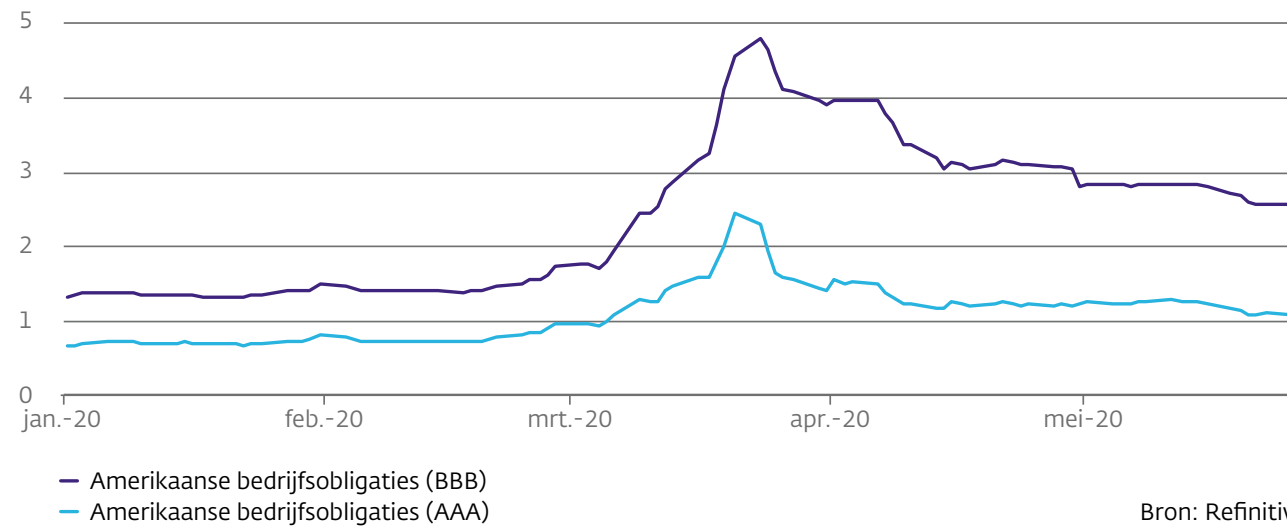
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Figuur 8 Spreads op Amerikaanse bedrijfsschulden snel gestegen na twijfels over schuldhoudbaarheid door coronacrisis

Procenten; verschil t.o.v. 10-jaars Treasury



Bron: Refinitiv.

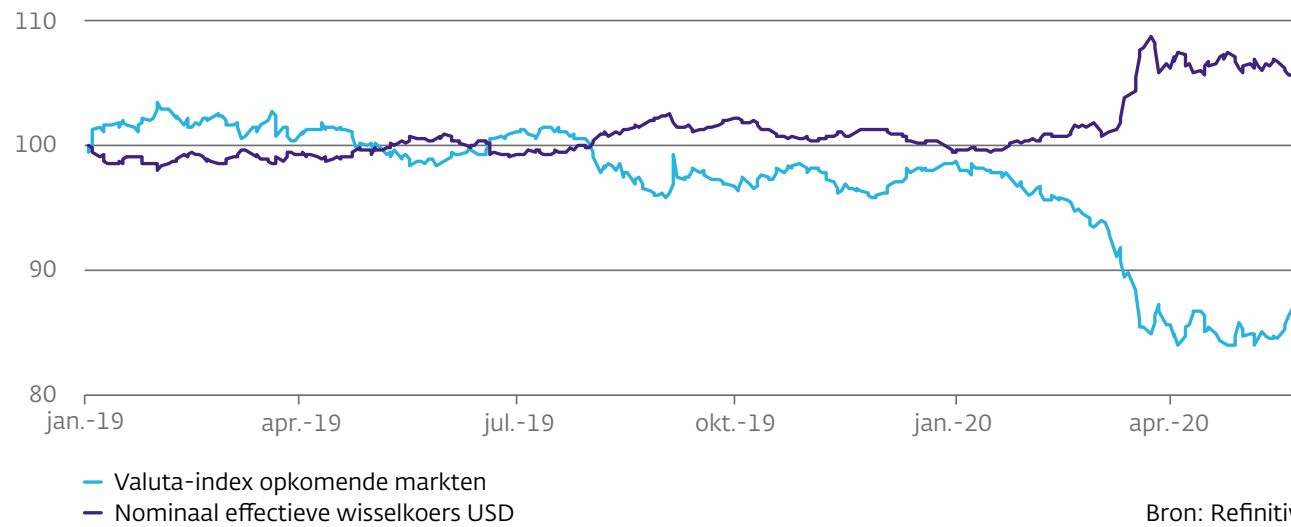
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

Figuur 9 Valuta opkomende landen sterk in waarde gedaald versus de dollar

Index 1 januari 2019=100



Bron: Refinitiv.

Risicobeeld

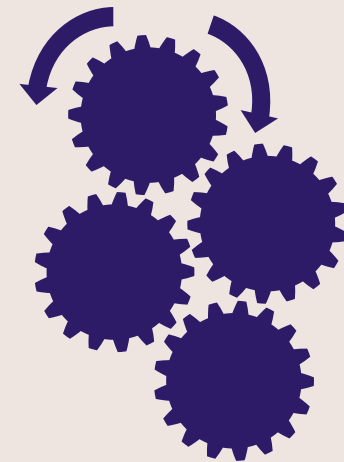
Risicokaart

Pandemiestresstest



## Operationele & infrastructurele risico's

- De coronacrisis leidt tot een toename van operationele risico's die de business continuity kunnen raken. Zo proberen cybercriminelen misbruik te maken van het feit dat veel werknemers momenteel op afstand werken en verbinding dienen te maken met de systemen van hun instelling.
- De toenemende afhankelijkheid van online diensten maakt de financiële sector extra kwetsbaar voor cyberaanvallen. Financiële instellingen moeten voortdurend blijven investeren in hun digitale weerbaarheid en inzetten op een gelaagde verdediging. Om de cyberveiligheid te vergroten voert DNB samen met de financiële sector hacktests uit.
- Technologische innovatie leidt tot het ontstaan van nieuwe producten en diensten en beïnvloedt de bedrijfsmodellen van traditionele financiële instellingen. De coronacrisis leidt echter tot minder investeringen in de fintechsector, waardoor de snelle groei van fintechbedrijven tot stilstand kan komen. Tegelijkertijd liggen er ook kansen voor fintechs. De coronacrisis benadrukt het belang van de digitale transitie voor het versterken van het financiële systeem. Fintechs kunnen hierin een belangrijke innovatieve rol gaan spelen.



Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Operationele & infrastructurele risico's: Achtergrond

### Business continuity

**Het coronavirus kan de *business continuity* van financiële instellingen raken en vraagt om een andere aanpak dan de standaard continuïteitsprocessen.** *Business continuity* plannen zijn vaak gericht op het herstellen van kritische bedrijfsprocessen na relatief korte verstoringen, veroorzaakt door bijvoorbeeld natuurrampen, elektriciteitsuitval of terroristische aanslagen. De gevolgen van de coronauitbraak kunnen echter zorgen voor een verstoring van maanden of in een zwaar scenario zelfs jaren. Financiële instellingen krijgen als gevolg van het coronavirus te maken met met uitval van personeel door ziekteverzuim, zorgtaken of angst voor besmetting. Door quarantainemaatregelen van (lokale) overheden, gericht op voorkoming of beperking van verdere besmetting, kunnen bedrijfsactiviteiten in gebouwen of zelfs hele regio's stil komen te liggen. Het zal vanwege de grensoverschrijdende impact dan niet altijd mogelijk zijn om kritische bedrijfsprocessen op

uitwijklocaties voort te zetten. Het coronavirus kan tot slot ook de besluitvormingsprocessen binnen financiële instellingen bemoeilijken.

### Cyberaanvallen

**Cybercriminelen en staten maken misbruik van de coronacrisis en passen hun aanvallen hierop aan.** Cybercriminelen proberen malware te verspreiden via *phishing* emails over het coronavirus en misbruik te maken van het feit dat veel werknemers momenteel op afstand werken en verbinding dienen te maken met de systemen van hun instelling. Ook bij financiële instellingen zijn *Distributed Denial of Service* (DDoS) aanvallen gesignaleerd. Verder zijn er aan staten gelinkte actoren actief. Zij richten zich met name op het vergaren van informatie over beleidsplannen rondom de coronapandemie voordat deze bekend gemaakt worden, en op het verkrijgen van data van nu veelgebruikte digitale faciliteiten zoals videodiensten voor spionage doeleinden.

**De toenemende afhankelijkheid van online diensten maakt de financiële sector extra kwetsbaar voor cyberaanvallen.** Werkende internetverbindingen en services op afstand zijn steeds belangrijker. Langdurige verstoringen in het betalingsverkeer of onderbrekingen in de online dienstverlening van financiële instellingen kunnen het vertrouwen en de financiële stabiliteit schaden. Daarnaast is data van toenemend belang. Financiële instellingen worden hierdoor kwetsbaarder voor geraffineerde cybercriminelen en statelijke actoren die data van klanten, intellectuele eigendommen of bijvoorbeeld informatie ten behoeve van overnames in handen proberen te krijgen. Tot slot besteden financiële instellingen steeds vaker delen van hun (kritische) bedrijfsprocessen uit aan derde partijen. Cybercriminelen en statelijke actoren proberen toegang te krijgen tot de systemen van een financiële instelling door deze derde partijen als springplank te gebruiken.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

# Operationele & infrastructurele risico's: Achtergrond

## Fintech

**Technologische innovatie leidt tot het ontstaan van nieuwe producten en diensten en beïnvloedt de bedrijfsmodellen van traditionele financiële instellingen.**

Technologische innovatie leidt tot meer concurrentie in de financiële sector, wat de diversiteit in de sector bevordert. Het kan echter ook leiden tot toenemende volatiliteit op financiële markten, bijvoorbeeld als beleggingsdiensten tegelijkertijd met dezelfde koop- en verkoopadviezen komen op basis van algoritmes. Traditionele financiële instellingen als banken werken vaak samen met start-ups, waardoor deze vooralsnog een beperkte bedreiging vormen voor het bedrijfsmodel. Het is echter ook goed mogelijk dat BigTechs, zoals Facebook, Apple, Google, WeChatPay en AliPay, op termijn in Europa een breed palet aan gereguleerde financiële diensten zullen aanbieden, waardoor het bedrijfsmodel van traditionele instellingen verder onder druk kan komen te staan.

**De coronacrisis brengt zowel uitdagingen als kansen voor de fintechsector.** De coronacrisis leidt tot minder investeringen in de fintechsector, waardoor de snelle groei van fintechbedrijven tot stilstand kan komen. Investeerders zijn in onzekere tijden geneigd te kiezen voor gevestigde en reeds winstgevende bedrijven. De wereldwijde financiering nam in het eerste kwartaal van 2020 dan ook fors af. Tegelijkertijd liggen er ook kansen voor fintechs. De coronacrisis benadrukt het belang van de digitale transitie voor het versterken van het financiële systeem. Fintechs kunnen hierin een belangrijke innovatieve rol gaan spelen, met name op gebieden als *remote onboarding*, cybersecurity en fraudebestrijding. Daarnaast is de Nederlandse fintechsector relatief meer georiënteerd op *business-to-business* relaties, waardoor zij naar verwachting relatief minder last zullen hebben van het wegvallen van consumentenvertrouwen.

**Volgens het IMF blijkt uit de ervaring van China dat fintech ook kan helpen om de economische impact van de coronacrisis te verzachten.**

Chinese autoriteiten hebben fintechs opgeroepen krediet te verstrekken aan kleine bedrijven die zijn getroffen door de coronacrisis. Chinese banken worden aangemoedigd *artificial intelligence* en *big data* te gebruiken bij het analyseren van kredietrisico's. Tot slot hebben verschillende fintechs producten gelanceerd die huishoudens helpen de ontwikkeling van het virus te volgen. Zo bieden Alipay en WeChatPay epidemie-trackers die zijn geïntegreerd in hun digitale diensten.

## Meer weten?

- In het rapport 'Veranderen voor vertrouwen' beschrijft DNB hoe de markt voor lenen, betalen en sparen verandert door het toenemende belang van data.
- In de informatiebeveiligingsmonitor gaat DNB in op waarnemingen uit onderzoeken naar informatiebeveiling bij financiële instellingen. Gezien de huidige situatie is in de IB-monitor ook een reflectie opgenomen over de specifieke risico's die door de COVID-19-pandemie naar voren komen.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Operationele & infrastructurele risico's: Beleid

### Business continuity

**In het licht van de coronacrisis dienen financiële instellingen waar nodig extra maatregelen te treffen ten aanzien van het business continuity management.** DNB houdt tijdens de coronacrisis extra scherp toezicht op het *business continuity* management van financiële instellingen. Zo heeft DNB informatie opgevraagd over hoe zij hun business continuity management hebben gewaarborgd en welke gevolgen zij zien voor hun bedrijfsmodel. DNB verwacht van financiële instellingen dat zij de ontwikkelingen rondom het coronavirus proactief monitoren, en dat zij de gevolgen voor de instelling in kaart brengen en waar mogelijk mitigeren. Het waarborgen van de bestuurlijke besluitvorming is daarbij cruciaal.

### Cyberaanvallen

**Het wordt voor financiële instellingen steeds belangrijker om te investeren in een gelaagde verdediging.** Financiële instellingen moeten voortdurend blijven investeren in hun

digitale weerbaarheid. Het is daarbij van belang om verder te kijken dan de buitenste randen van de organisatie. De kans dat aanvallers er eens in zullen slagen om deze te passeren is groot. Hierdoor groeit het belang van een goede monitoring en detectie van activiteit binnen het netwerk van de instelling. Kritische interne applicaties of systemen (zogenaamde 'kroonjuwelen') verdienen een extra laag van bescherming. Daarnaast is er blijvende aandacht nodig voor de risico's en effectiviteit van het risicobeheer bij uitbestedingspartners. Door de toenemende mate van uitbesteding en onderlinge verwevenheid in de financiële sector neemt de kwetsbaarheid voor aanvallen toe, terwijl het inzicht in de risico's afneemt.

**Om de cyberveiligheid te vergroten voert DNB samen met de financiële sector hacktests uit.**

DNB heeft samen met de sector het *Threat Intelligence Based Ethical Red Teaming* (TIBER) programma opgezet. Binnen dit TIBER-programma worden op basis van actuele

dreigingsinformatie hacktests uitgevoerd op financiële instellingen, waardoor er een beter beeld ontstaat van de laatste cyberdreigingen en de weerbaarheid hiertegen. De uitkomsten van de gesimuleerde aanvallen worden gebruikt om mensen, processen en systemen binnen de gehele financiële sector weerbaarder te maken.

**Omdat cyberdreigingen vaak uit het buitenland komen werkt DNB in internationaal verband samen om een gezamenlijke aanpak te ontwikkelen.** Zo krijgt het TIBER-programma inmiddels in Europa opvolging in TIBER-EU en heeft DNB als (mede)voorzitter van werkgroepen binnen EBA als EIOPA bijgedragen aan het opstellen van relevante wet- en regelgeving op het gebied van cyberveiligheid en outsourcing in de cloud. Ook op mondiaal niveau wordt door beleidsmakers gewerkt aan de verbetering van de cyberveiligheid en weerbaarheid. DNB maakt deel uit van werkgroepen van de *Financial Stability Board* (FSB) die hieraan werken.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Operationele & infrastructurele risico's: Beleid

### Fintech

**Om in dit datatijdperk effectief toezicht te kunnen houden werkt DNB samen met niet-financiële autoriteiten en wordt de dialoog met de sector gezocht.** DNB werkt bijvoorbeeld samen met de Autoriteit Persoonsgegevens (AP) om ervoor te zorgen dat instellingen voldoen aan de PSD2-eisen voor toegang en beveiliging van betaalgegevens. Bescherming van de privacy is namelijk essentieel voor het vertrouwen in de financiële sector. De bevoegdheden die de verschillende toezichthouders hebben bij concrete vraagstukken verschillen per situatie.

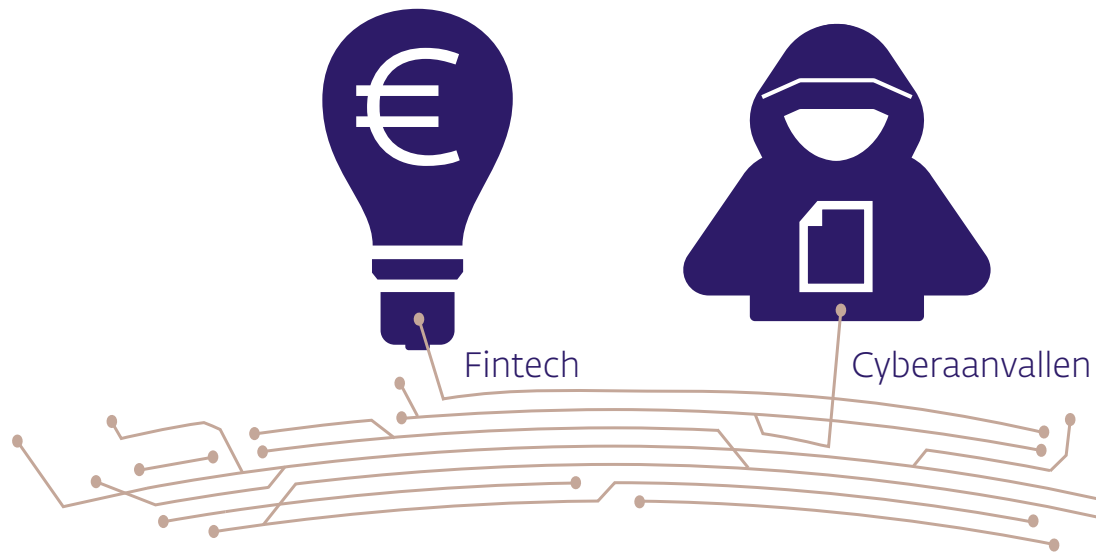
In de meeste gevallen kunnen vraagstukken worden opgelost binnen het huidig regelgevend kader, in gevallen waar dit niet zo is, zoals bij crypto-regulering, adviseert DNB over aanpassing en/of uitbreiding van het toezichtraamwerk. DNB wil daarnaast ook voldoende ruimte bieden aan innovatie. DNB streeft ernaar om innovatie niet onnodig te belemmeren met wet- en regelgeving, maar tegelijkertijd de risico's die ontstaan te mitigeren. Daartoe zoekt DNB de dialoog op met de sector.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Operationele & infrastructurele risico's: Cijfers



### Fintech

Wereldwijde investeringen

2019: **USD 135,7 miljard**

2018: **USD 141,0 miljard**

2017: **USD 54,4 miljard**

(Bron: [KPMG](#))

### Cyberaanvallen

Aanvalstechnieken 2019/2020

- **25% Phishing** (gericht op een grote groep)
- **16% Spear Phishing** (gericht op bepaalde personen)
- **15% Cross-site Scripting (XSS)**
- **5% Backdoor**
- **4% DDoS** (Distributed Denial-of-Service)
- **35% Overig**

(Bron: Europol OSINT dashboards,  
[Informatiebeveiligingsmonitor DNB](#))

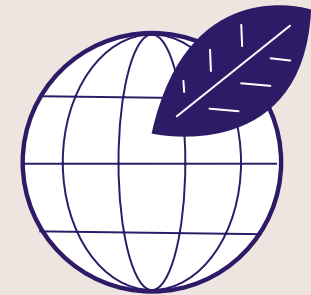
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Klimaat- en energietransitierisico's

- De transitie naar een klimaatneutrale economie kan risico's met zich meebrengen, als deze met schokken gepaard gaat. De coronacrisis kan het risico op schokken mogelijk vergroten, als de transitie vertraging oploopt doordat klimaatmaatregelen naar de achtergrond verdwijnen en investeringen in verduurzaming worden uitgesteld. Tegelijkertijd bieden de stimuleringspakketten die overheden opstellen om de economische schade van het coronavirus te beperken de mogelijkheid om zowel de economie als de verduurzaming te stimuleren. Door de klimaatagenda te integreren in de maatregelen gericht op het economisch herstel kan worden voorkomen dat de energietransitie vertraging oploopt en financiële risico's toenemen.
- De klimaatverandering leidt tot fysieke risico's. Door klimaatverandering nemen de omvang en frequentie van natuurrampen zoals overstromingen en stormen naar verwachting toe.
- De stresstestmethodologie die DNB ontwikkelde om de gevolgen van een disruptieve energietransitie voor de Nederlandse financiële sector in kaart te brengen, wordt momenteel ook op Europees niveau ingezet. Daarnaast zal DNB een stresstest ontwikkelen die de gevolgen van een overstroming voor de Nederlandse financiële sector in kaart brengt. De focus ligt daarbij op de impact die een overstroming kan hebben op de directe en indirecte blootstellingen van de financiële sector aan vastgoed.



Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

# Klimaat- en energietransitierisico's: Achtergrond

## Energietransitie

**De energietransitie kan risico's voor de financiële sector met zich meebrengen, als deze met schokken gepaard gaat.** De afspraken

in het Parijsakkoord van 2015 vereisen een transitie naar een CO<sub>2</sub>-neutrale economie. DNB heeft eerder een stresstest ontwikkeld om de gevolgen van een disruptieve energietransitie voor de Nederlandse financiële sector in kaart te brengen. Hieruit bleek dat klimaatbeleid, technologische ontwikkelingen en een verandering in de voorkeuren van consumenten kunnen leiden tot stevige verliezen voor de financiële sector. Het verlies op activaposities kan in sommige scenario's flink oplopen. Bovendien maakte de stresstest duidelijk dat de verliezen zich niet alleen in de CO<sub>2</sub>-intensieve sectoren materialiseren. Via de productieketens hebben de CO<sub>2</sub>-intensieve sectoren ook invloed op andere sectoren, en daarmee op de economie als geheel. De door DNB ontwikkelde stresstestmethodologie wordt momenteel ook

op Europees niveau ingezet. De *European Systemic Risk Board* (ESRB) zal de resultaten hiervan later dit jaar publiceren.

**De coronacrisis kan het risico op schokken mogelijk vergroten, als de nadere uitwerking van klimaatbeleid vertraging oploopt.** Door de coronacrisis zal de wereldwijde CO<sub>2</sub>-uitstoot dit jaar sterk afnemen. Dit effect is echter waarschijnlijk slechts tijdelijk: zodra de economie weer herstelt, zal de uitstoot weer fors toenemen als economische activiteiten weer op dezelfde voet worden hervat. Dit zien we bijvoorbeeld nu al gebeuren in China. Ook na de kredietcrisis was een inhaaleffect zichtbaar, waarbij de uitstoot sterk toenam toen de economie weer aantrok. Een tijdige transitie naar een klimaatneutrale economie blijft noodzakelijk. Door de coronacrisis bestaat echter het risico dat de onderhandelingen over klimaatbeleid en de nadere uitwerking van de Green Deal van de Europese Commissie vertraging

oplopen. Ook verduurzamingsprojecten lopen vertraging op, vanwege zorgen om besmetting van monteurs en installateurs en problemen rondom de toelevering van materialen vanwege sluiting van fabrieken. Vooruitkijkend kan de voorziene economische recessie ertoe leiden dat banken minder financiering zullen verstrekken voor groene projecten. Bovendien kunnen groene investeringen in de komende jaren minder rendabel worden, nu de prijzen van emissierechten dalen als gevolg van de dalende productie, die tot een dalende vraag naar emissierechten leidt. Ook de lage olieprijs maakt investeren in duurzame alternatieven minder aantrekkelijk.

**Tegelijkertijd biedt de coronacrisis mogelijkheden voor een groen herstel van de economie.** Steunmaatregelen vanuit de overheid waren in eerste instantie logischerwijs vooral gericht op het verlichten van acute liquiditeitsproblemen bij huishoudens en

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest



## Klimaat- en energietransitierisico's: Achtergrond

bedrijven. Door in een volgend stadium noodzakelijke investeringen in verduurzaming onderdeel te maken van de stimuleringsagenda die bedoeld is om de economie weer op gang te helpen, wordt de economie gestimuleerd en tegelijkertijd verduurzaamd. Dit verkleint het risico dat de energietransitie vertraging oploopt en met abrupte schokken gepaard zal gaan (zie ook beleid).

### Klimaatverandering

**De kosten van niets doen zijn op lange termijn hoger dan de kosten van klimaatbeleid om de doelstellingen van het Parijsakkoord te halen.** Het IMF heeft voor 174 landen onderzocht welke effecten klimaatverandering heeft voor de arbeidsproductiviteit, en daarmee voor het bbp per hoofd van de bevolking. Een structurele stijging van de temperatuur en/of veranderingen in neerslagpatronen kunnen de arbeidsproductiviteit negatief beïnvloeden en tot gezondheidsschade leiden. In een scenario waarin er geen mitigerend

klimaatbeleid wordt gevoerd en de temperatuur met 0,04°C per jaar stijgt, ligt het bbp per hoofd van de bevolking in 2100 wereldwijd ruim 7% lager dan bij een temperatuurstijging die de historische trend (1960-2014) blijft volgen. Het scenario pakt voor alle landen negatief uit, maar de omvang van de impact verschilt per land (figuur 10). Als zou worden voldaan aan de doelstellingen van het Parijsakkoord, met een maximale temperatuurstijging van 0,01°C per jaar tot 2100, blijft het economische effect van klimaatverandering naar schatting beperkt tot 1% van het wereldwijde bbp per hoofd van de bevolking.

**Financiële instellingen kunnen worden geraakt door de toenemende omvang en frequentie van natuurrampen als gevolg van klimaatverandering.** Binnen Nederland kan bijvoorbeeld een overstroming tot hoge schadelasten leiden. Hoewel de kans op een overstroming in Nederland klein is, zijn de

mogelijke gevolgen groot. Hoeveel schade een overstroming aanricht, is onder andere afhankelijk van de locatie en de economische activiteit binnen het overstromingsgebied. Overstromingsschade is vaak niet verzekerd en zal dus grotendeels moeten worden opgevangen door de overheid, huishoudens en bedrijven. Dit heeft ook gevolgen voor de financiële instellingen die blootstellingen hebben op deze partijen. Financiële instellingen kunnen bijvoorbeeld te maken krijgen met schade aan onderpand en kredietverliezen op hypotheek en commercieel vastgoed. DNB ontwikkelt momenteel een stresstest die de gevolgen van een overstroming voor de Nederlandse financiële sector in kaart brengt, waarbij er een speciale focus ligt op de gevolgen voor vastgoed.

### Biodiversiteit

**Het wordt steeds duidelijker dat ook de afnemende biodiversiteit financiële instellingen kan raken.** De afname van het

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Klimaat- en energietransitierisico's: Achtergrond

aantal en de diversiteit van insecten leiden bijvoorbeeld tot minder bestuiving, wat de opbrengst van verschillende gewassen vermindert. Dit heeft gevolgen voor de landbouw, en daarmee voor financiële instellingen met blootstellingen aan landbouwbedrijven. Daarnaast hebben instellingen te maken met reputatierisico's, als zij investeren in bedrijven die door bijvoorbeeld ontbossing bijdragen aan het verlies van biodiversiteit. DNB brengt samen met het Planbureau voor de Leefomgeving in kaart in hoeverre Nederlandse financiële instellingen

blootstaan aan risico's als gevolg van het verlies aan biodiversiteit. Het rapport hierover verschijnt medio juni.

### Meer weten?

- In het [Overzicht Financiële Stabiliteit](#), Najaar 2018 wordt in hoofdstuk 4 ingegaan op de financiële stabiliteitsrisico's van een disruptieve energietransitie.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Klimaat- en energietransitierisico's: Beleid

**Overheden blijven aan zet om een helder en betrouwbaar transitiepad te schetsen richting een klimaatneutrale economie.** Dit voorkomt dat in de toekomst abrupte beleidsmaatregelen nodig zijn die tot financiële schokken kunnen leiden. De crisis als gevolg van de wereldwijde corona-uitbraak kan het risico op zulke schokken vergroten, nu de prioriteit van overheden bij het bestrijden van de gevolgen van het virus ligt en klimaatbeleid minder aandacht krijgt. Voorkomen moet worden dat transitiemaatregelen worden opgeschort vanwege meer urgente uitdagingen.

**Door in een volgend stadium noodzakelijke investeringen in verduurzaming onderdeel te maken van de maatregelen gericht op het economische herstel, kan worden voorkomen dat de energietransitie vertraging oploopt en financiële risico's toenemen.** Steunmaatregelen vanuit de overheid zijn in eerste instantie logischerwijs vooral gericht op het verlichten

van acute liquiditeitsproblemen bij huishoudens en bedrijven. In een volgend stadium dienen noodzakelijke investeringen in verduurzaming waar mogelijk te worden geïntegreerd met de maatregelen en investeringen gericht op het stimuleren van economisch herstel. In het geval dat staatssteun moet worden geboden aan specifieke uitstootintensieve bedrijven, is het wenselijk dat overheden duurzaamheidseisen stellen. Verder is aanscherping van het Europese emissiehandelssysteem (ETS) nog belangrijker geworden, nu de Europese prijs voor een ton CO<sub>2</sub>-uitstoot sinds het uitbreken van de crisis fors is gedaald. Het kabinet kan investeringen in het kader van het Klimaatakkoord, bijvoorbeeld gerelateerd aan de verduurzaming van de gebouwde omgeving, openbaar vervoer en elektrisch rijden, naar voren halen. Op Europees niveau is het wenselijk om de Green Deal versneld in te zetten voor een groen herstel van de economie.

**Banken dienen een langetermijnperspectief te hanteren en ook bij hun crisisrespons de potentiële impact van de klimaatgerelateerde risico's mee te nemen in hun risicobeoordeling.** Het is van belang dat banken ook bij het verlenen van noodkredieten en uitstel voor rentebetalingen en aflossingen een langetermijnperspectief hebben en de potentiële impact van de klimaatgerelateerde risico's meenemen. DNB biedt hiervoor verschillende handvatten. Zo is er bijvoorbeeld een [good practice](#) gepubliceerd die aangeeft hoe banken klimaatrisico's kunnen integreren in hun risicobeheer.

**Naast DNB bieden ook de ECB en het NGFS handvatten voor de analyse van klimaat- en energietransitierisico's.** De ECB/SSM heeft op 20 mei een consultatieversie van de [Guide on climate-related and environmental risks, Supervisory expectations relating to risk management and disclosure](#) gepubliceerd.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Klimaat- en energietransitierisico's: Beleid

Deze gids bevat dertien verwachtingen voor hoe de onder toezicht staande (significante) banken dienen om te gaan met klimaat- en milieurisico's. Daarnaast heeft het Network for Greening the Financial System (NGFS), een samenwerkingsverband van centrale banken en toezichthouders dat zich richt op het vergroenen van het financiële systeem, eind mei twee rapporten gepubliceerd: één over het meenemen van klimaat- en milieurisico's in prudentieel toezicht, en één over de verschillende manieren waarop financiële instellingen klimaatrisico's meenemen in hun risicomanagement. Binnenkort zal het NGFS ook een handleiding voor het doen van scenario-analyse publiceren.

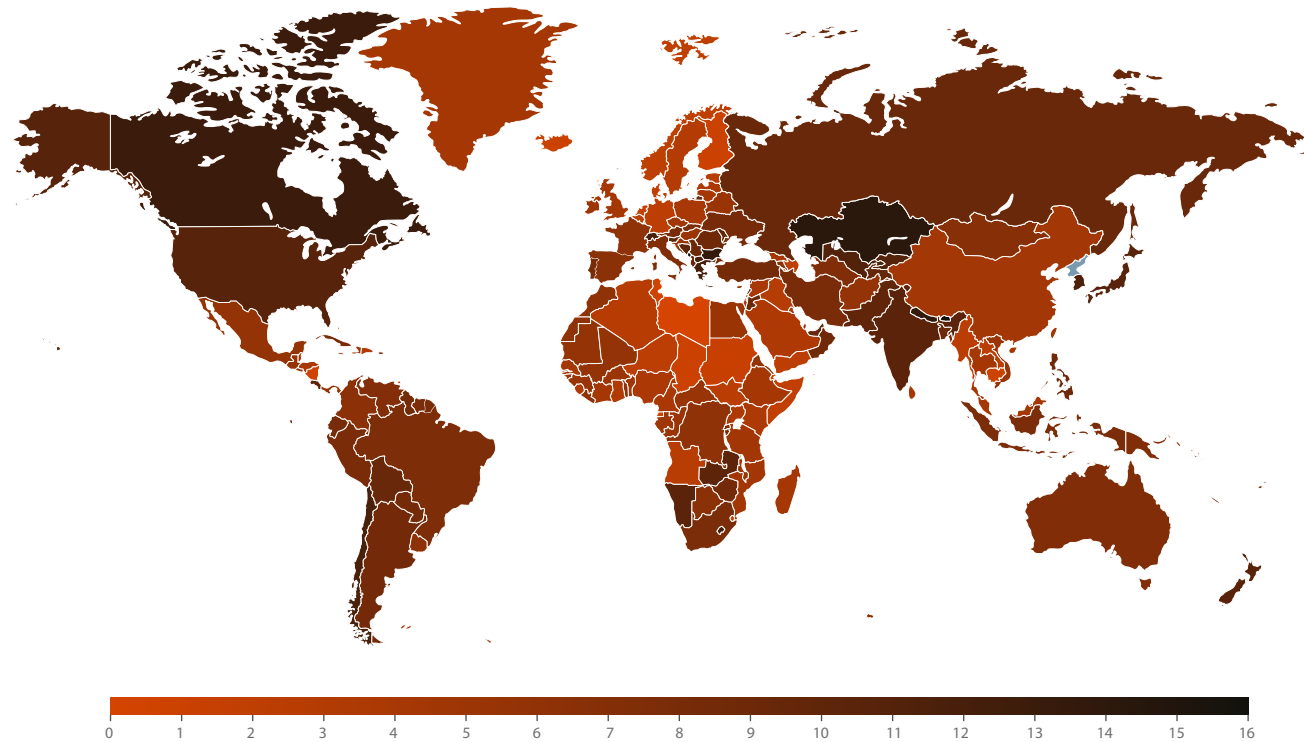
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Klimaat- en energietransitierisico's: Cijfers

Figuur 10 Afzien van mitigerend beleid leidt volgens IMF in alle landen tot lager BBP per hoofd van de bevolking



Toelichting: Procenten verlies in BBP per hoofd van de bevolking in 2100, in een scenario zonder mitigerend klimaatbeleid (RCP 8.5 Scenario).

Bron: IMF.

Risicobeeld

Risicokaart

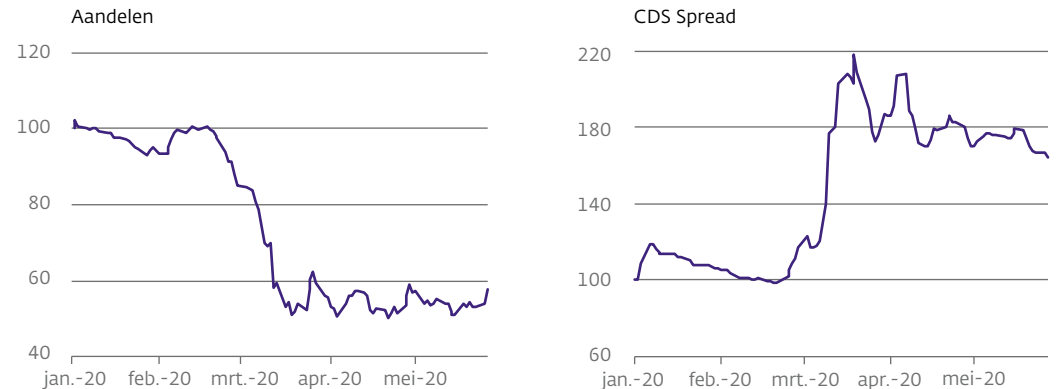
Pandemiestresstest

## Druk op Europese banken

- De corona-uitbraak heeft een forse impact op Europese banken. De aandelenkoersen en financieringscondities van Europese banken zijn geraakt (figuur 11) en banken zijn (op termijn) genoodzaakt hogere voorzieningen te treffen op slechte leningen, omdat het kredietrisico in sommige sectoren fors toeneemt.
- De winstgevendheid van Europese banken stond al onder druk door verslechterde economische vooruitzichten en een aanhoudend lage rente.
- Doordat de kapitaalpositie van de Europese bankensector als geheel in de afgelopen jaren sterk is verbeterd, is de schokbestendigheid van banken vergroot en is de sector beter in staat om de gevolgen van de uitbraak van het coronavirus op te vangen. Veel banken, waaronder ook de Nederlandse grootbanken, hebben daarbij tijdelijk afgezien van dividenduitkeringen, wat hun schokbestendigheid ook ten goede komt.
- Zowel de macroprudentiële als microprudentiële vereisten voor banken zijn (tijdelijk) versoepeld om de kredietverlening te faciliteren.
- In kwetsbare landen kan de negatieve wisselwerking tussen banken en overheden opnieuw opspelen.

**Figuur 11 Aandelenkoersen en financieringscondities Europese banken geraakt door coronacrisis**

Index 1 januari 2020=100



Bron: Refinitiv.

Toelichting: Betreft gemiddelde voor Europese banken.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Druk op Europese banken: Achtergrond

### **De uitbraak van het coronavirus heeft ingrijpende gevolgen voor Europese banken.**

Aandelen en schuldinstrumenten van Europese banken zijn sinds de uitbraak van het coronavirus fors in waarde gedaald door bezorgdheid onder beleggers over de impact van de coronacrisis op Europese banken via een lagere economische groei, een aanhoudend lage rente en hogere voorzieningen op slechte leningen. Prijzen van Europese bankaandelen zijn in de periode van medio februari tot eind maart bijna gehalveerd (figuur 11) en handelden daardoor lager dan tijdens de kredietcrisis in 2008. Rentes op schuldinstrumenten van Europese banken stegen sterk tijdens het eerste kwartaal, vooral in Italië en Spanje, landen die relatief hard zijn geraakt door de coronacrisis (figuur 12). Door de verslechterde economische omstandigheden zullen banken bovendien meer voorzieningen moeten treffen op hun uitstaande kredieten, waardoor de winstgevendheid verder onder druk komt. Afhankelijk van de diepte en duur van de wereldwijde recessie zullen wanbetalingen en

verliezen bij faillissementen toenemen (zie ook '[Pandemiestresstest](#)').

**Ook in de VS hebben banken te kampen met de gevolgen van de coronacrisis.** Door de relatief grote impact van de pandemie op de Amerikaanse economie, worden Amerikaanse banken hard geraakt, wat tot uiting komt in een vervijfvoudiging van de toename aan voorzieningen voor slechte leningen in het eerste kwartaal van dit jaar. Daar staat tegenover dat Amerikaanse banken winstgevender zijn dan Europese banken, waardoor ze meer marge hebben om macro-economische schokken en dalende winsten op te vangen in de winstgevendheid.

**De winstgevendheid van banken stond al onder druk door de historisch lage rente, die leidt tot dalende rentebaten.** Figuur 13 toont de ontwikkeling van de rentemarge van Europese banken op uitstaande leningen. Het verschil tussen de rente op nieuwe leningen aan

huishoudens en niet-financiële bedrijven en de rente op spaartegoeden en deposito's is door de jaren heen langzaam afgenomen onder invloed van de aanhoudend lage rente. Gemiddeld vormen rentebaten zo'n 60% van de inkomsten van Europese banken. Uit cijfers van de [ECB](#) blijkt dat in 2019 het inkomen van de Europese bankensector uit rentebaten, ondanks de dalende marges, nog licht is gegroeid doordat het aantal leningen toenam. De negatieve impact van de dalende rentes werd daarmee gecompenseerd door een groei in volumes. Door de dalende rentemarge zullen de rente-inkomsten van banken echter steeds meer onder druk komen. Doordat de rentecurve niet alleen historisch laag is, maar met een klein verschil tussen de lange en de korte rente ook zeer vlak, is het bovendien moeilijk om inkomsten te halen uit looptijdtransformatie. Nederlandse banken verdienen door het grotendeels afdekken van hun renterisico relatief weinig aan looptijdtransformatie, maar het bedrijfsmodel van Europese banken die wél sterk leunen op deze vorm van rente-inkomsten staat

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

# Druk op Europese banken: Achtergrond

Tabel 1 Macroprudentiële buffers verlaagd in reactie op coronacrisis

Nederland	Verlaging van de systeembuffers en uitstel van de invoering van een ondergrens voor de risicoweging van hypotheke.
Denemarken, Frankrijk, Ierland, IJsland, Litouwen, Verenigd Koninkrijk, Zweden	Volledig loslaten van opgebouwde contracyclische buffer (CCyB).
Noorwegen, Tsjechië	Gedeeltelijk loslaten van opgebouwde contracyclische buffer (CCyB).
België, Bulgarije, Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Slowakije, Verenigd Koninkrijk	Niet implementeren van geplande activatie of geplande verhoging van de contracyclische buffer (CCyB).
Estland, Finland, Hongarije, Ierland, Letland, Portugal	Verlaging systeembuffers (systeemrisicobuffer en/of O-SII buffer)

door de vervlakking van de rentecurve al geruime tijd onder druk.

**Veel Europese landen hebben in reactie op de corona-crisis de macroprudentiële buffervereisten voor banken (tijdelijk) verlaagd.** In veel landen waar de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB) was geactiveerd, is deze volledig of gedeeltelijk vrijgegeven (tabel 1). Ook is in een aantal landen een geplande activatie of verhoging van de CCyB van de baan. DNB heeft in maart besloten dat banken tijdelijk aan minder strenge eisen hoeven te voldoen, om de impact

van het coronavirus op de kredietverlening en de Nederlandse economie te beperken. Om de economische schade van de uitbraak van het coronavirus zoveel mogelijk te beperken, is het cruciaal dat de kredietverlening op peil blijft. Om die reden heeft DNB de systeembuffers voor de grootbanken ING, Rabobank en ABN Amro verlaagd en de in oktober 2019 aangekondigde maatregel om een ondergrens op te leggen voor de risicoweging van hypotheke uitgesteld. Door deze twee maatregelen valt ruim 8 miljard euro aan kapitaal vrij (ongeveer 5% van de totale kapitalisatie van de bankensector). Het effect op de

kredietverlening kan naar verwachting oplopen tot 200 miljard euro. Op termijn wordt de verlaging van de systeembuffer gecompenseerd door een geleidelijke verhoging van de contracyclische kapitaalbuffer (CCyB). Hierdoor komt de totale buffereis voor deze banken uiteindelijk weer terug op het huidige niveau.

**Ook de microprudentiële kapitaaleisen zijn versoepeld.** Zo heeft de ECB aangekondigd dat banken tijdelijk onder het vereiste kapitaal van de Pillar 2 Guidance (P2G), de *capital conservation buffer* (CCB) en de *liquidity coverage ratio* (LCR) mogen opereren. Ook mogen banken additionele kapitaalinstrumenten gebruiken, die niet kwalificeren als Common Equity Tier 1 (CET1) kapitaal, om te voldoen aan de Pillar 2 vereisten. Daarnaast heeft de European Banking Authority (EBA) aangegeven dat het uitstel van rente- en aflossingen (*moratoria*) dat veel banken hebben verleend, onder de accounting standaard IFRS9 niet als *forbearance* maatregelen gekwalificeerd worden. Hierdoor hoeven banken minder snel



## Druk op Europese banken: Achtergrond

hun voorzieningen te verhogen. Naast verlichting in kapitaaleisen, worden banken ook operationeel ontzien. Naast verlichtingen in kapitaaleisen, worden banken ook operationeel ontzien. De ECB heeft veel onsite onderzoeken uitgesteld en banken meer tijd gegeven voor het adresseren van eerdere bevindingen. De tweejaarlijkse EBA stresstest is met een jaar uitgesteld.

**Doordat de kapitalisatie van de bankensector in de afgelopen jaren is verbeterd, zijn banken beter in staat om de gevolgen van de coronacrisis op te vangen.** Gemiddeld gezien hebben Europese banken hun kapitaalpositie aanzienlijk versterkt in de afgelopen jaren. De gemiddelde kapitaalratio (CET1) van de Europese bankensector nam tussen 2015 en 2019 met ruim 2 procentpunten toe. Deze verbetering komt zowel door een hoger eigen vermogen als door een daling van de risicogewogen activa. Daarnaast is ook de niet-risicogewogen kapitaalseis van banken, de *leverage ratio*, over de jaren gestegen (figuur 14). Ook Nederlandse

banken hebben de afgelopen jaren extra buffers opgebouwd. De CET1-ratio van Nederlandse banken is met 16,9 procent (eind 2019) in internationaal perspectief hoog. Ook de ongewogen kapitaal ratio (*leverage ratio*) van Nederlandse banken is over de afgelopen jaren gestegen, van 3,4 procent begin 2015 naar 5,1 procent eind 2019, maar in internationaal perspectief is de *leverage ratio* relatief laag. Door de toename in buffers is de uitgangspositie van banken om de gevolgen van de coronacrisis op te vangen aanzienlijk beter dan voorafgaand aan de kredietcrisis. Daarbij verschilt de huidige crisis wezenlijk van de kredietcrisis, omdat de directe oorzaak niet in de economie of in de financiële sector zelf ligt.

**Een aanzienlijk deel van de Europese banken blijft echter kwetsbaar.** Waar de lage rente en de verslechterde economische vooruitzichten alle banken in Europa raken, staat de winstgevendheid in een aantal Europese landen verder onder druk door overcapaciteit, hoge

operationele kosten en een hoog percentage *non-performing loans* (NPLs). Het gemiddelde rendement op het eigen vermogen (*return on equity*) bedroeg in het eurogebied in 2019 bijna 5,5 procent, maar de rendementen van met name Duitse, Griekse en Portugese banken bleven hier ver bij achter. Het percentage NPLs in de gehele Europese bankensector is aanzienlijk gedaald in de afgelopen jaren, van ruim 8 procent eind 2014 naar ruim procent% eind 2019 (figuur 15), maar door de verslechterde economische vooruitzichten is de verwachting dat NPL-ratio's weer zullen stijgen. Ook zijn NPL-ratio's in sommige landen aanzienlijk hoger dan het gemiddelde. Vooral Griekse banken zijn kwetsbaar door een groot aandeel problemleningen.

**In kwetsbare landen kan de negatieve wisselwerking tussen banken en overheden opnieuw opspelen.** Dit risico leeft temeer op nu economische krimp en budgettaire impulsen als reactie op de coronacrisis leiden

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Druk op Europese banken: Achtergrond

tot een verslechtering van schuldposities van overheden. Vrijwel in alle Europese landen zijn als gevolg van de coronacrisis omvangrijke steunmaatregelen genomen, ook in landen waar de overheidsfinanciën hier weinig of geen ruimte voor boden (zie '[Houdbaarheid publieke en private schulden](#)'). Vooral in Italië, Portugal, Slovenië, Slowakije en Spanje zijn overheden daarbij nog steeds sterk afhankelijk van de eigen bankensector voor de financiering van de staatsschuld. Sterk oplopende risicopremies kunnen daardoor direct doorwerken naar de financiële sector, via verliezen op de beleggingsportefeuilles van de banken. Omgekeerd kunnen problemen in de bankensector gevolgen hebben voor de overheidsfinanciën in deze landen. Zeker wanneer kredietbeoordelaars de ratings van overheden of banken aanpassen, kan de negatieve spiraal van de *sovereign-bank* nexus weer opspelen. Dit geldt vooral voor de overheden van Italië en

Portugal en voor banken in Spanje, omdat hun ratings dichtbij de grens van *investment grade* liggen.

**Naast de risico's voor de financiële soliditeit vraagt ook het beheersen van integriteitsrisico's en het voorkomen van betrokkenheid bij financieel-economische criminaliteit de aandacht van banken.**

Anti-witwassen (AML) en bestrijding van de financiering van terrorisme (CFT) zijn een belangrijk onderwerp geworden in de afgelopen paar jaar. Nationale politie, toezichthouders en het openbaar ministerie hebben meer capaciteit vrijgemaakt voor onderzoek en vervolging, niet alleen van witwassen en terrorismefinanciering, maar ook het faciliteren daarvan door financiële instellingen. Banken vervullen een belangrijke rol bij het voorkomen van financieel-economische criminaliteit: de zogenaamde poortwachtersfunctie. Van financiële instellingen

wordt verwacht dat zij criminelen weren uit het financiële systeem. Daarom is de beheersing van integriteitsrisico's van belang, met adequate procedures en systemen en bestuurders die zich persoonlijk committeren aan het voorkomen van betrokkenheid bij financieel-economische criminaliteit. Het verbeteren van de bedrijfsvoering op dit punt zal ook de komende jaren nog aanzienlijke investeringen van de banken vragen. Daarbij leidt de coronacrisis, bijvoorbeeld door het veelvuldig thuis of op afstand werken, tot een toename van operationele risico's, waardoor extra waakzaamheid is geboden (zie ook '[Operationele & infrastructurele risico's](#)').

### Meer weten?

- In het [Overzicht Financiële Stabiliteit Najaar 2019](#) wordt dieper in gegaan op de wisselwerking tussen banken en overheden.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Druk op Europese banken: Beleid

**Er is geen uniforme oplossing voor de uitdagingen van Europese banken.** In sommige landen kunnen banken zich richten op verdere kostenbesparingen en het aanpakken van structurele inefficiënties, terwijl in landen met een gefragmenteerde bankensector consolidatie van kleine en middelgrote banken een oplossing kan zijn voor overcapaciteit en de soliditeit van de bankensector kan bevorderen.

**Bij een dalende winstgevendheid neemt voor banken de druk om kosten te besparen verder toe.** Europese banken hebben weinig progressie geboekt in het verbeteren van hun kostenefficiëntie sinds de kredietcrisis. Na een stijging in de periode 2009-2012, zijn *cost-to-income* ratio's in de afgelopen jaren niet verbeterd (figuur 16). Kosten absorbeerden in 2019 66% van het inkomen van Europese banken. Uit cijfers van de ECB blijkt dat de kostenratio van Europese banken bijna 10 procentpunt hoger is dan die van hun Amerikaanse *peers*. Veel banken hebben in de

afgelopen jaren hun personeelsbestand verkleind en daarmee kosten bespaard, maar daar staat tegenover dat digitalisering forse investeringen vergt, die zwaar drukken op de operationele kosten van banken.

**Ook nu buffers en kapitaalseisen tijdelijk zijn verlaagd, is het van belang om structurele kwetsbaarheden niet uit het oog te verliezen.** Zwakke Europese banken dienen op termijn, wanneer de economische omstandigheden dit mogelijk maken, hun balansen te versterken, bijvoorbeeld door de kostenefficiëntie te verhogen of te diversifiëren in inkomstenbronnen. Verder is het van belang dat bankbalansen minder kwetsbaar worden voor problemen bij de eigen overheid, om de negatieve wisselwerking tussen banken en overheden te verbreken. Daarom is het wenselijk de voorkeursbehandeling voor staatsschuld af te bouwen. Door banken kapitaal te laten aanhouden voor het kredietrisico op overheidsschulden, verbeteren de

prikkels voor banken en de allocatie van kapitaal. Ook concentratielimieten kunnen de uitzettingen van banken op de eigen overheid beperken.

**Europese banken moeten rekening houden met een verhoging van kapitaaleisen wanneer de economie in een rustiger vaarwater komt.**

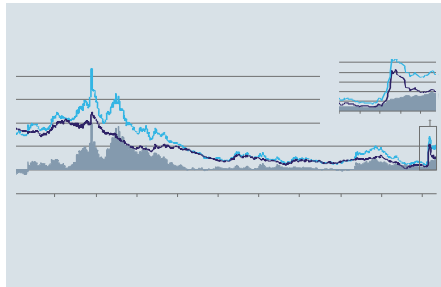
De verlichtingen van zowel macroprudentiële als microprudentiële buffers zijn bedoeld om de impact van het coronavirus op de reële economie te beperken en om banken in de gelegenheid te stellen om de kredietverlening op peil te houden. De maatregelen hebben dus een tijdelijk karakter. Zo is DNB voornemens om op termijn de buffers te herstellen door een geleidelijke verhoging van de contracyclische kapitaalbuffer naar een neutraal niveau van 2%. De geleidelijke opbouw van deze buffer zal beginnen wanneer de omstandigheden zijn genormaliseerd en de gevolgen van de uitbraak van het coronavirus voor de bankensector achter ons liggen.

Risicobeeld

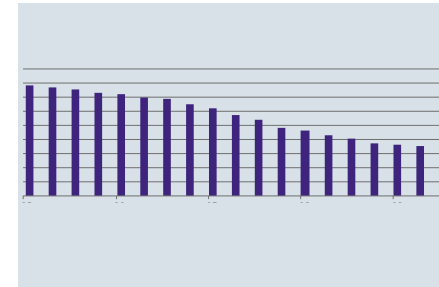
Risicokaart

Pandemiestresstest

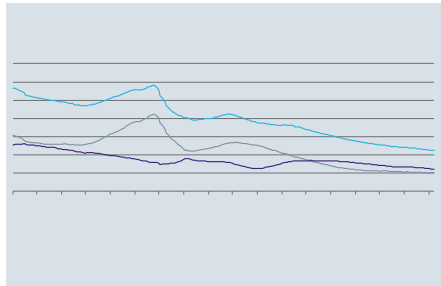
## Druk op Europese banken: Cijfers



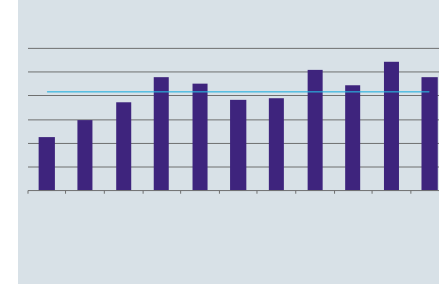
*Credit spread* van senior schuld-papier banken in periferie en kernlanden loopt uit als gevolg van coronacrisis  
Bekijk figuur 12 →



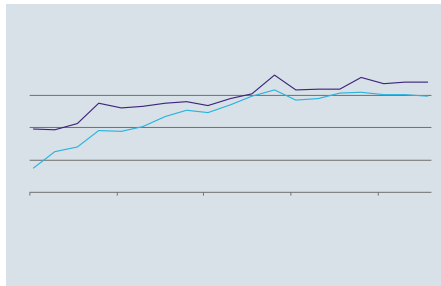
NPL-problematiek gedaald in de afgelopen jaren, maar zal weer stijgen door coronacrisis  
Bekijk figuur 15 →



Rentemarge op uitstaande leningen van Europese banken afgenomen  
Bekijk figuur 13 →



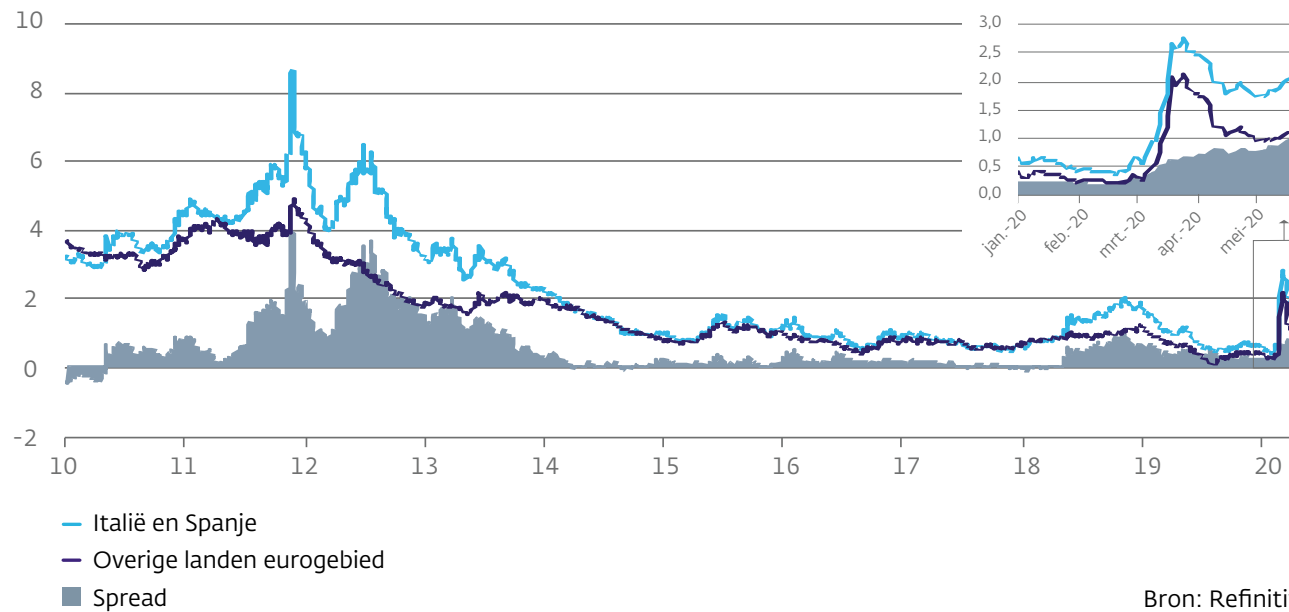
*Cost-to-income* ratio van Europese banken blijft hoog  
Bekijk figuur 16 →



Weerbaarheid van banken in Europese Unie om schokken op te vangen sterk verbeterd  
Bekijk figuur 14 →

Figuur 12 Rente op senior schuldpapier banken sterk gestegen

Procenten



Bron: Refinitiv.

Toelichting: De overige landen eurogebied bevat banken uit België, Duitsland, Finland, Frankrijk en Nederland. Voor de overige landen zijn geen gegevens beschikbaar.

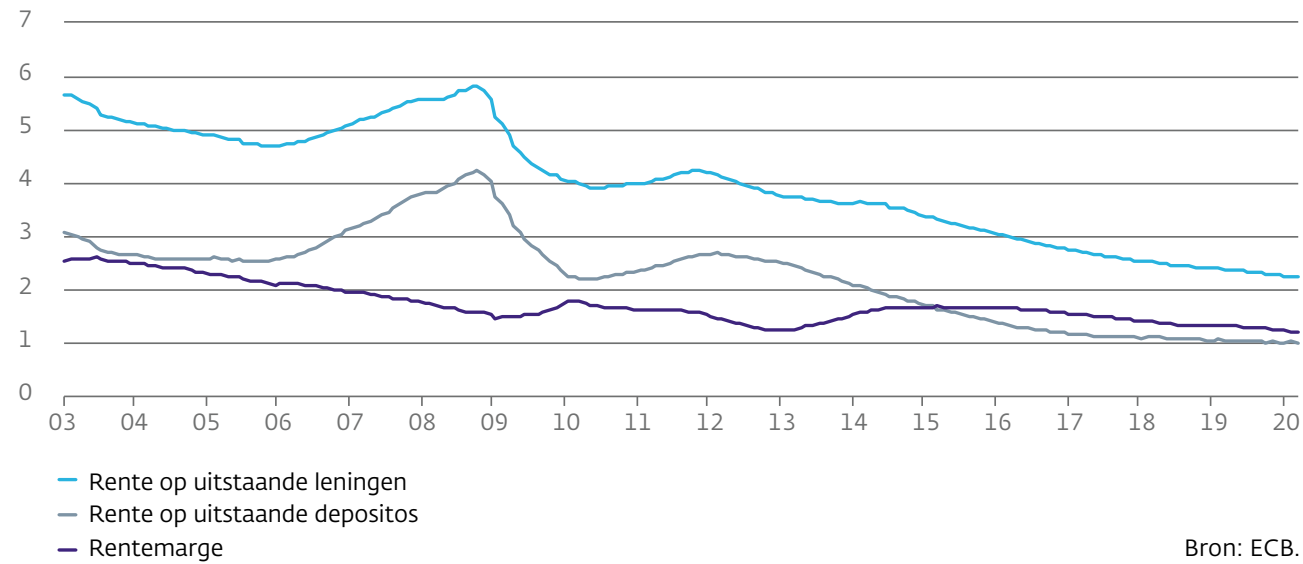
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

Figuur 13 Rentemarge op uitstaande leningen van Europese banken afgenomen

Procenten



Bron: ECB.

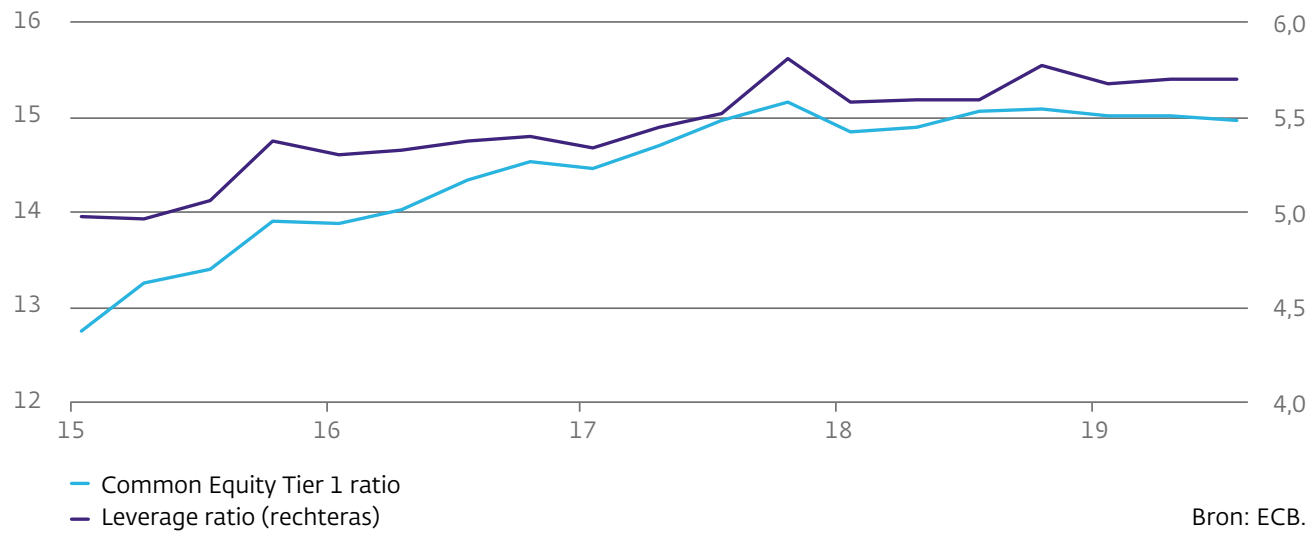
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Figuur 14 Weerbaarheid van banken in Europese Unie om schokken op te vangen sterk verbeterd

Procenten risicogewogen activa; procenten totale uitzettingen



Bron: ECB.

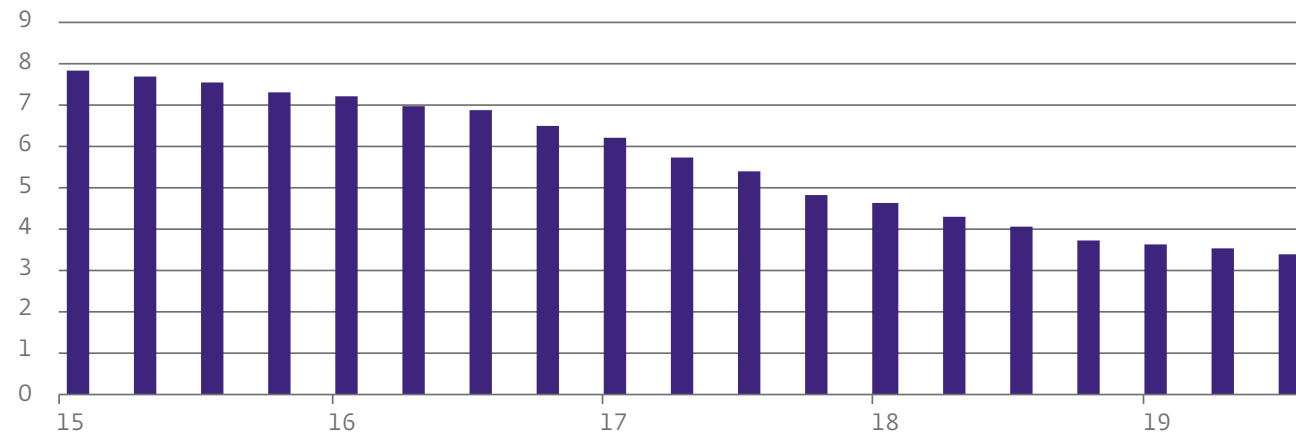
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

### Figuur 15 NPL-problematiek gedaald in de afgelopen jaren, maar NPLs zullen weer toenemen door coronacrisis

Non-performing loans in procenten van het totaal aan schuldinstrumenten in het eurogebied



Bron: ECB.

Risicobeeld

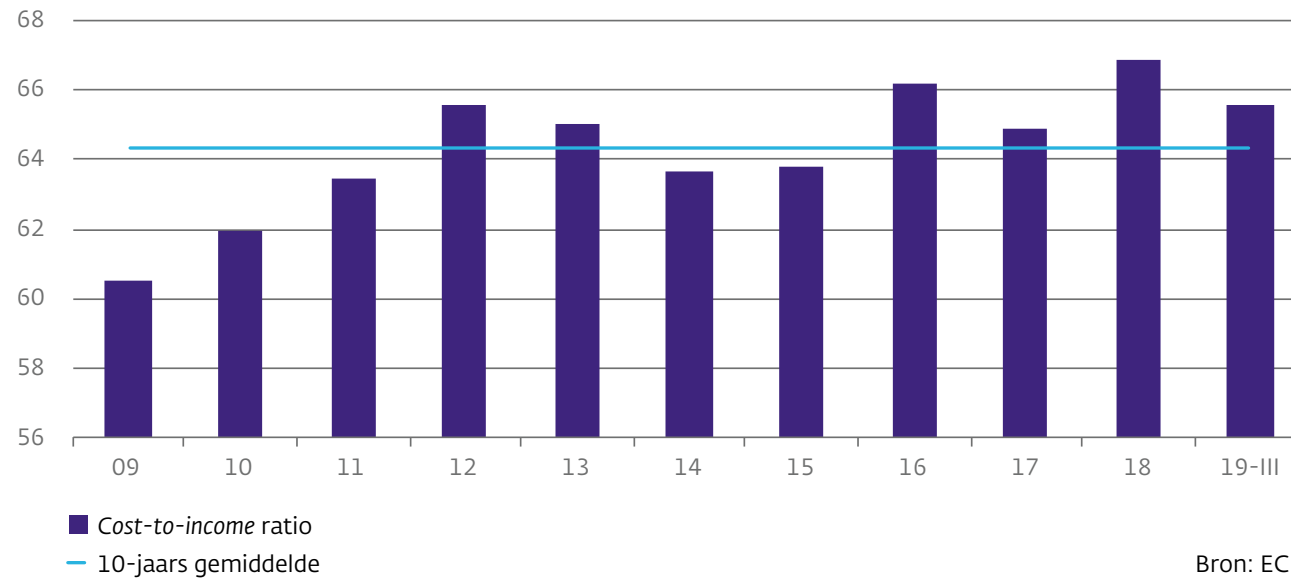
Risicokaart

Pandemiestresstest



## Figuur 16 *Cost-to-income* ratio van Europese banken blijft hoog

Kosten als percentage van inkomen



Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Langdurig lage rente

- De rente is wereldwijd historisch laag (figuur 17). De coronacrisis heeft een negatieve impact op de economische groei en zet de rente daarmee verder onder druk. Daarbij is er sprake van een zeer ruim monetair beleid, temeer na de monetaire impulsen in reactie op de uitbraak van de coronacrisis.
- Bij een aanhoudend lage rente blijven kwetsbaarheden zich verder opbouwen en nemen de risico's voor de financiële stabiliteit verder toe.
- De winstgevendheid van banken komt door de langdurig lage rente steeds meer onder druk te staan. Voor pensioenfondsen en (levens) verzekeraars is de aanhoudend lage rente al langere tijd een grote uitdaging.
- Tegelijk moet ook rekening gehouden worden met het scenario van een rentestijging. De forse toename in de uitgifte van (veilige) overheidsschulden als gevolg van de coronacrisis vergroot het aanbod van veilige activa, waardoor er eerder aan de vraag van spaarders naar veilige activa kan worden voldaan. Dit heeft een opwaarts effect op de evenwichtsrente.

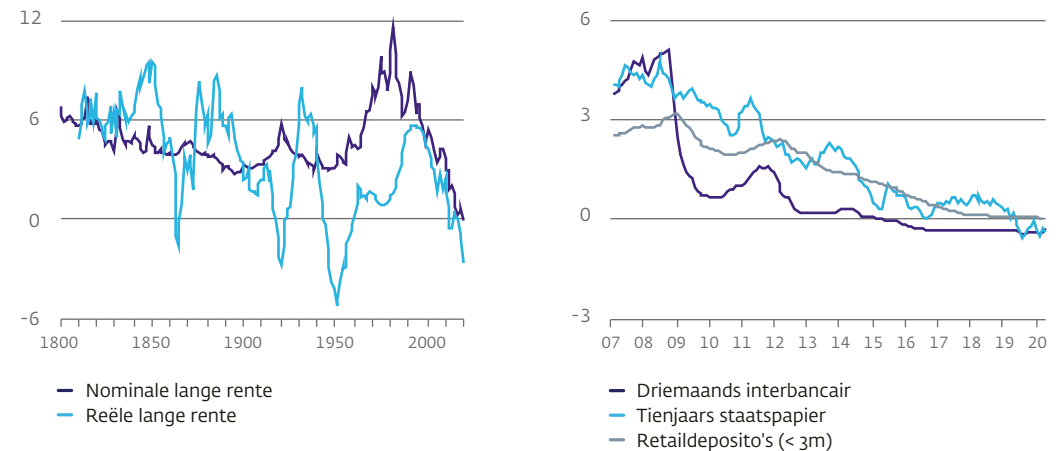
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

Figuur 17 Rentes historisch laag in Nederland

Procenten



Bronnen: DNB en CBS.

Toelichting: De reële lange rente is een tienjaars voortschrijdend gemiddelde op basis van consumentenprijzen (vanaf 1900) en verschillende bronnen (voor 1900, bron: Reinhart/Rogoff-database).

## Langdurig lage rente: Achtergrond

**De rente is historisch laag en kan nog lange tijd laag blijven.** De trendmatige daling van de rente in de afgelopen decennia, zowel in nominale als in reële termen, (figuur 17) is een wereldwijd fenomeen en hangt vooral samen met een lage inflatie en met structurele factoren in de wereldeconomie, zoals een lagere potentiële groei, mondiaal toegenomen besparingen (mede door vergrijzing) en afgenomen investeringsbereidheid. Ook het expansieve beleid van centrale banken heeft bijgedragen aan de lage rente. Het monetaire beleid neemt daarbij de door structurele factoren bepaalde rente, de zogeheten evenwichtsrente, als referentiewaarde. Sinds de kredietcrisis hebben centrale banken de beleidsrente meermaals verlaagd om deze onder de evenwichtsrente te drukken en daarmee de inflatie te bevorderen. Om kapitaalmarktrentes verder te verlagen hebben centrale banken daarnaast ook onconventionele maatregelen genomen, zoals het aankopen van staatsobligaties. De rentecurve ligt momenteel niet alleen historisch laag, maar is met een klein

verschil tussen de lange en de korte rente, ook zeer vlak (figuur 18).

### **De monetaire impulsen in reactie op de coronacrisis zetten de rente verder onder druk.**

Om de economische gevolgen van de coronauitbraak te beperken, hebben centrale banken in korte tijd ingrijpende steunmaatregelen aangekondigd. Financiële markten zijn hierdoor in elk geval tijdelijk in rustiger vaarwater gekomen. Mede doordat een afbouw van het ruime monetaire beleid niet is voorzien, kan de rente nog langdurig laag blijven.

**Tegelijk moet ook rekening gehouden worden met het scenario van een rentestijging.** De daling van de evenwichtsrente in de afgelopen decennia kan voor een deel worden toegeschreven aan toegenomen besparingen. De grote vraag naar veilige activa heeft een neerwaarts effect gehad op de rente. De coronacrisis leidt nu tot een forse toename in overheidsuitgaven, hoofdzakelijk gefinancierd met nieuwe schulden. Deze toename

in schulduitgifte kan ervoor zorgen dat eerder aan de vraag naar veilige activa wordt voldaan, en daarmee voorkomen dat de rente verder daalt of een opwaarts effect op de rente hebben.

### **Gevolgen voor de financiële stabiliteit**

**Mede door de lage rente en het ruime monetaire beleid kunnen kwetsbaarheden zich blijven opbouwen en nemen de risico's voor de financiële stabiliteit toe.** Op de korte en middellange termijn draagt de lage rente bij aan het beperken van deflatierisico's en het stimuleren van de economie. Huishoudens kunnen goedkoper vreemd vermogen aantrekken om hun consumptie te financieren, en bedrijven krijgen hierdoor voldoende liquiditeit om in elk geval tijdelijk de gevolgen van de coronacrisis het hoofd te bieden. Tegelijkertijd blijven kwetsbaarheden zich in een omgeving van aanhoudend lage rente opbouwen. Daarmee worden ook de neveneffecten van het expansieve monetair beleid van de afgelopen jaren steeds zichtbaarder.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Langdurig lage rente: Achtergrond

**Na een lange periode van *search for yield*, aangewakkerd door de lage rente en een ruime monetair beleid, werden risicovolle activa in de coronacrisis massaal verkocht.** In de afgelopen jaren hebben veel beleggers hun portefeuilles aangepast naar activa met een hoger verwacht rendement en risico. Door deze verschuiving naar meer risicovolle beleggingen ontstond een opwaarts effect op de prijzen van deze activa. Deze *search for yield* heeft het financiële systeem kwetsbaarder gemaakt voor marktcorrecties, zoals duidelijk werd naar aanleiding van de corona-uitbraak (zie verder 'Volatiliteit op financiële markten en gebrek aan liquiditeit').

**Een aanhoudend lage rente geeft een prikkel tot verdere schuldfinanciering.** Doordat de lage financieringslasten van vreemd vermogen, blijft het aantrekkelijk om uitgaven met schulden te financieren. Cijfers van de BIS laten zien dat de schulden van overheden, bedrijven en huishoudens gezamenlijk wereldwijd eind 2019 met 242% van het bbp aanzienlijk hoger lagen

dan vlak voor de crisis (210% eind 2007). In Nederland zijn de schulden van huishoudens, bedrijven en overheid ten opzichte van het bbp licht gedaald, maar met name de private schulden zijn nog onverminderd hoog (zie verder 'Houdbaarheid publieke en private schulden').

**Een langdurig lage rente kan ook het groeipotentieel van de economie schaden.**

Bij een lage rente kunnen zwakke bedrijven relatief gemakkelijk overleven. Een toename van het aantal zwakke bedrijven kan zorgen voor misallocatie van productiefactoren. Zwakke bedrijven maken gebruik van productiemiddelen, waardoor het voor gezonde bedrijven moeilijker is om te groeien. Voor Nederland is er voornamelijk weinig bewijs voor misallocatie in relatie tot de lage rente, maar uit onderzoek van DNB blijkt wel de misallocatie van kapitaal sinds de kredietcrisis is toegenomen. Dit hangt samen met het feit dat vooral kleine en productieve bedrijven moeite hebben met aantrekken van kapitaal. Daarnaast blijkt uit onderzoek voor andere landen dat

een langdurig lage rente gepaard gaat met een verhoogd risico van misallocatie, met negatieve gevolgen voor de potentiële groei.

**Gevolgen voor financiële instellingen**  
**Bij een aanhoudend lage rente komt de winstgevendheid van banken in toenemende mate onder druk te staan.** In de afgelopen jaren hebben banken geprofiteerd van het gunstige economische klimaat, waar de lage rente aan bij heeft gedragen. Nu de lage rente lange tijd aanhoudt, worden banken echter steeds meer met de negatieve gevolgen geconfronteerd, omdat de neerwaartse druk op hun rente-inkomsten toeneemt. Daarbij zijn Nederlandse banken na de crisis afhankelijker geworden van rente-inkomsten. Waar in 2000 de totale inkomsten van Nederlandse banken voor 52% bestonden uit rente-inkomsten, was dat in 2019 74%, mede omdat zij zich steeds minder richten op zakenbankieren. Binnen Europa zijn Nederlandse banken het meest afhankelijk van rentebaten (figuur 19).

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Langdurig lage rente: Achtergrond

**Aan de inleenkant wordt depositofinanciering steeds duurder, omdat banken terughoudend zijn om negatieve rentes door te berekenen aan spaarders.** Omdat de depositorente veelal boven de swaprente ligt, is de inleenmarge van banken inmiddels negatief (figuur 20). In de afgelopen jaren hebben banken de dalende rente vertaald in lagere vergoedingen op deposito's, maar banken zijn terughoudend om de negatieve marktrentes volledig door te vertalen in de rente op spaar- en retaildeposito's.

**Ook aan de uitleenkant staan de rente-inkomsten onder toenemende druk, met name op hypotheek.** Banken hebben hun rente-inkomsten op bedrijfskredieten en hypotheek lange tijd op peil kunnen houden. Vanaf de tweede helft van 2019 zijn de hypotheekrentes echter gedaald, waardoor de uitleenmarge op nieuwe hypotheek is afgenomen (figuur 20).

Deze daling aan de uitleenkant komt bovenop de negatieve inleenmarge. Daarnaast zullen hypotheek de komende tijd naar verwachting met lagere marges worden uitgegeven en doorgerold. Van een groot deel van de in de periode 2010-2014 afgesloten hypotheek, die zijn verstrekt tegen relatief winstgevend condities, loopt in de komende vijf jaar de rentevaste periode af. Daarnaast wordt een deel van de overige hypotheek met hoge marges vervroegd afgelost, bijvoorbeeld door verkoop van de woning wordt of door vrijwillige aflossingen. De uitleenmarge op nieuwe bedrijfskredieten blijft vooralsnog wel op peil (figuur 20).

**De financiële positie van pensioenfondsen en verzekeraars staat al langere tijd onder druk door de lage rente.** Op deze instellingen heeft de lage rente een grote impact vanwege

hun langlopende verplichtingen, die contant worden gemaakt tegen een steeds lagere rente en daardoor sterk zijn toegenomen. Daarnaast zet een aanhoudend lage rente de beleggingsrendementen aan de activakant van de balans onder druk, waardoor het steeds moeilijker wordt om de verplichtingen na te komen. Voor levensverzekeraars is dit in het bijzonder problematisch, omdat op veel polissen uit het verleden een minimum rendementsgarantie rust. Stresstesten van EIOPA, de Europese toezichthouder op pensioenfondsen en verzekeraars, laten zien dat Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars, ook ten opzichte van Europese *peers*, gevoelig zijn voor een scenario van langdurig lage rente, vooral door hun relatief langlopende verplichtingen (zie verder 'Kwetsbaarheden pensioenfondsen en verzekeraars').

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Langdurig lage rente: Achtergrond

### Meer weten?

- Op verzoek van de Tweede Kamer heeft het Financieel Stabiliteitscomité (FSC) onderzoek gedaan naar de gevolgen van een langdurig lage rente en een eventuele rentestijging. De FSC-notitie brengt de gevolgen van een langdurig lage rente voor de Nederlandse economie, de financiële stabiliteit en de financiële instellingen in kaart en verkent eveneens de gevolgen van een 1%-punt rentestijging.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Langdurig lage rente: Beleid

**Bij een aanhoudend lage rente kunnen Nederlandse banken zich richten op kostenbesparingen of het vergroten van inkomsten uit andere bronnen.** Banken proberen al enige jaren om de inkomsten uit andere bronnen – zoals commissies – te vergroten, om zo de afhankelijkheid van rentebaten te verlagen. Om hun winstgevendheid op peil te houden kunnen banken zich daarnaast richten op verdere kostenbesparingen en het meer doorberekenen van kosten aan klanten. Het reduceren van verdere kostenbesparingen is niet eenvoudig, omdat Nederlandse banken in vergelijking met Europese *peers* al verregaand gedigitaliseerd zijn. Tegelijk bestaat er nog ruimte tot verdere verlaging van kosten, getuige de *cost/income* ratio van Nederlandse banken, die zich met 57% in de Europese middenmoot bevindt (FSC, 2020).

**Het bedrijfsmodel van pensioenfondsen en verzekeraars is door de lage rente aan verandering onderhevig.** De kwetsbaarheden van het huidige pensioenstelsel zijn in de

afgelopen jaren steeds meer blootgelegd. Het pensioenakkoord dat het kabinet en de sociale partners vorig jaar hebben gesloten biedt perspectief op een meer toekomstbestendig pensioenstelsel. Het is dan ook zaak om dit akkoord voortvarend uit te werken, ondanks de uitdagingen die de transitie naar een nieuw contract mee zich meebrengt, nu de financiële positie van pensioenfondsen verslechterd is, en dekkingsgraden onder 100% zijn gedaald. Ook het bedrijfsmodel van (levens)verzekeraars moet worden aangepast aan de lage rente omgeving en de krimp van de portefeuille. Daarbij dienen de belangen van polishouders ook op de lange termijn te worden gewaarborgd en is het belangrijk dat verzekeraars in hun kapitaal- en dividendbeleid rekening houden met de ontwikkeling van hun financiële positie op basis van de economische realiteit. De lage rente komt door toepassing van de *Ultimate Forward Rate* namelijk maar gedeeltelijk tot uiting in de wettelijke solvabiliteitsratio's (zie verder '[Kwetsbaarheden pensioenfondsen en verzekeraars](#)').

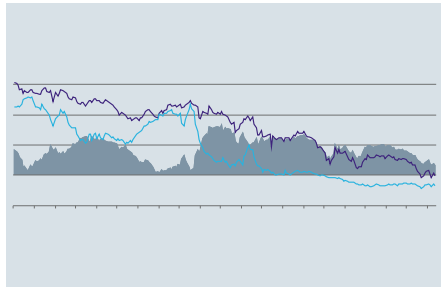
**Wanneer de economische situatie normaliseert is een exitstrategie voor het uitzonderlijk ruime monetaire beleid noodzakelijk.** Op dit moment staat het ECB-beleid voor een belangrijk deel in het teken van de reactie op de coronacrisis, waarbij de ECB binnen haar mandaat alles zal doen om financiële fragmentatie in het eurogebied te voorkomen. Hoewel er in een crisis goede redenen zijn voor dit beleid, neemt hierdoor de afhankelijkheid van centrale bankfinanciering verder toe. Op de langere termijn is het onwenselijk als overheden en banken verder afhankelijk raken van de centrale bank voor de financiering van hun schulden. Naarmate het uitzonderlijk ruime monetaire beleid langer aanhoudt, nemen de risico's voor de financiële stabiliteit toe en wordt het moeilijker om het beleid in de toekomst te verkrappen, zeker nu overheidsschulden sterk zullen stijgen (zie ook 'Houdbaarheid publieke en private schulden'). Een exitstrategie is daarom een belangrijke eerste stap richting normalisatie.

Risicobeeld

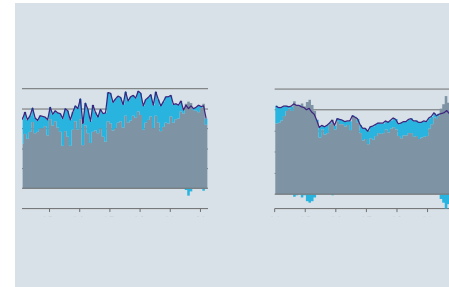
Risicokaart

Pandemiestresstest

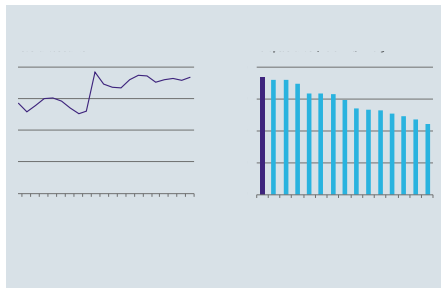
## Langdurig lage rente: Cijfers



Rentecurve zeer vlak  
[Bekijk figuur 18 →](#)



Hogere uitleenmarge  
compenseert daling van de  
inleenmarge voor bedrijfs-  
kredieten, maar niet langer  
voor hypotheek  
[Bekijk figuur 20 →](#)



Nederlandse banken sterk  
afhankelijk van rente-inkomsten  
[Bekijk figuur 19 →](#)

Risicobeeld

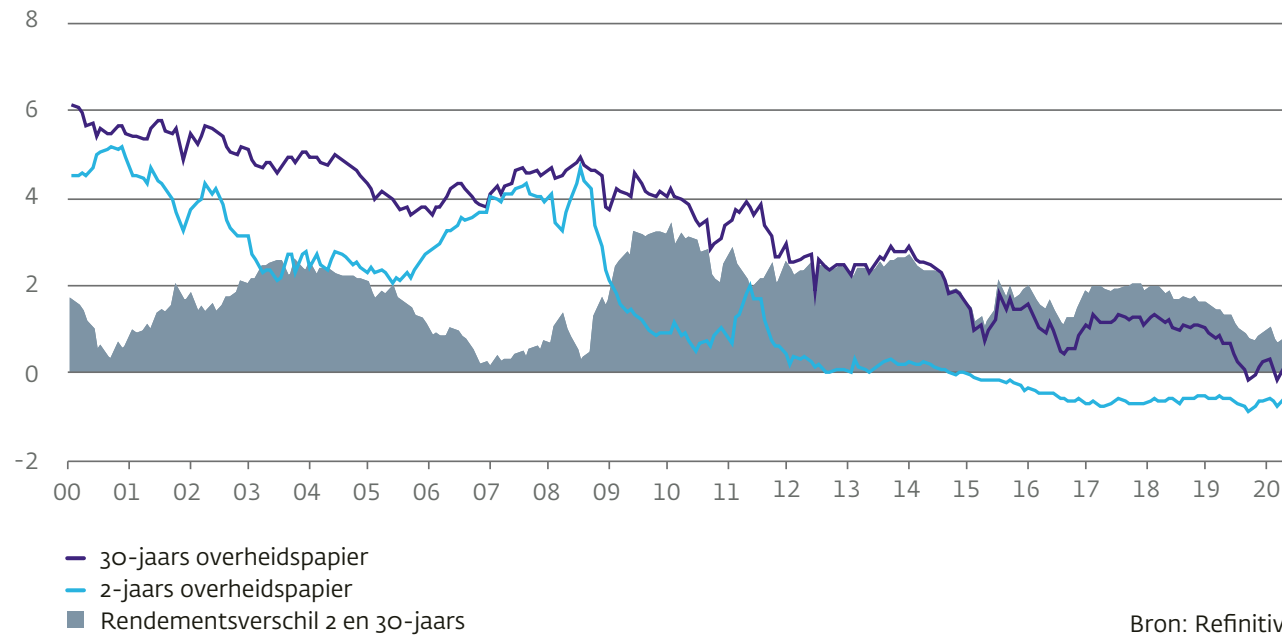
Risicokaart

Pandemiestresstest



Figuur 18 Rentecurve zeer vlak

Procenten



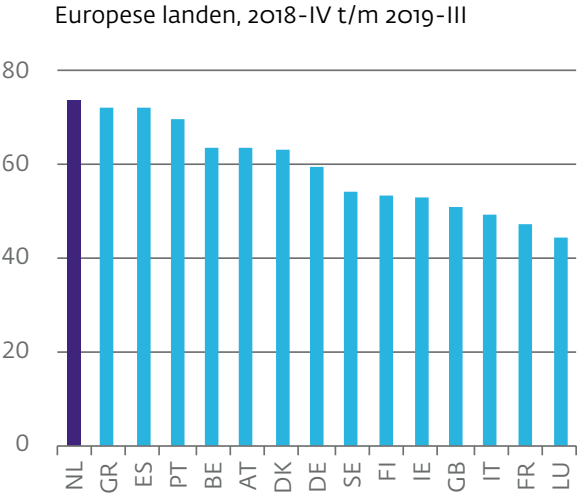
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

Figuur 19 Nederlandse banken sterk afhankelijk van rente-inkomsten

Percentage netto rentebaten in de totale baten



Bronnen: DNB en ECB.

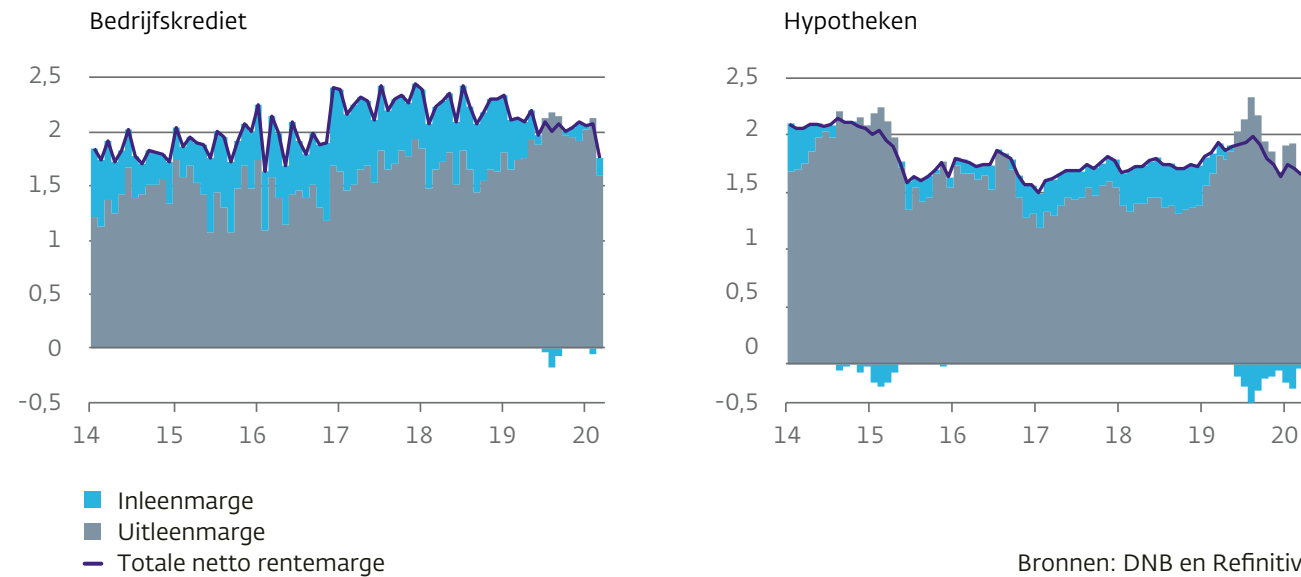
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

Figuur 20 Hogere uitleenmarge compenseert daling van de inleenmarge voor bedrijfskredieten, maar niet langer voor hypotheeklen

Procenten



Bronnen: DNB en Refinitiv.

Risicobeeld

Risicokaart

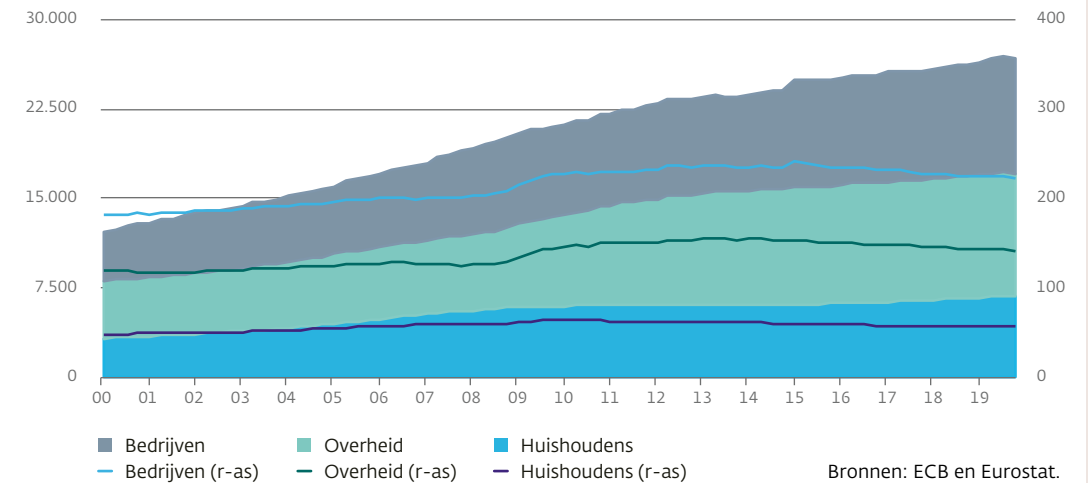
Pandemiestresstest

## Houdbaarheid publieke en private schulden in Europa

- Zowel publieke als private schulden zijn in Europa onverminderd hoog (figuur 21). Als gevolg van de coronacrisis zullen de schulden van veel overheden, bedrijven en huishoudens oplopen, wat de schuldhoudbaarheid verder onder druk zet.
- Om de gevolgen van de corona pandemie het hoofd te bieden, is flexibiliteit in Europese begrotingsregels op dit moment noodzakelijk. Op korte termijn kunnen maatregelen van de ECB, Europese Commissie en nationale overheden directe financieringsproblemen voorkomen. Op langere termijn is een meer houdbare schuldpositie gewenst en is een duidelijke exit-strategie van de steunmaatregelen van belang.
- De uitgangspositie van de Nederlandse overheidsschuld is solide. Vooral private schulden zijn echter hoog.

**Figuur 21 Zowel publieke als private schulden in het eurogebied nauwelijks afgebouwd**

Miljarden euro; procenten bbp



Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

# Houdbaarheid publieke en private schulden in Europa: Achtergrond

**Door de coronacrisis zullen de schulden van veel overheden, bedrijven en huishoudens verder oplopen.** Overheden in Europa hebben omvangrijke steunmaatregelen ingevoerd om de gevolgen van de corona-uitbraak en de daarop volgende overheidsmaatregelen om het virus te beugelen, te beperken. Deze budgettaire steun leidt tot een toename van de staatsschuld, ook in landen met reeds hoge schulden. Bedrijven en huishoudens die economisch getroffen zijn door de coronacrisis zullen eveneens hun schulden zien oplopen.

**De aanhoudend lage rente heeft in de afgelopen jaren voor een prikkel gezorgd om schulden verder op te laten lopen.** Doordat de financieringslasten voor huishoudens, bedrijven en overheden al lange tijd laag zijn, blijft het aantrekkelijk om uitgaven met schulden te financieren. Dit geldt temeer wanneer er door de lange duur van de uitzonderlijk lage rentestanden gewinning is ontstaan en men zich aan de lage rente is gaan laven. Mede hierdoor zijn schulden in de afgelopen jaren niet of nauwelijks afgebouwd. Door de coronacrisis is het momentum om

schulden af te bouwen bovendien voor veel overheden, bedrijven en huishoudens verdwenen.

## Publieke schulden

**De begrotingsregels voor EU-landen zijn voorlopig buiten werking gesteld in reactie op de coronacrisis.** In het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) zijn verschillende vereisten opgenomen om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën van de lidstaten te waarborgen. Wanneer de eurozone of de gehele Europese Unie in een diepe recessie belandt is het mogelijk om deze regels los te laten. Van deze mogelijkheid is in maart gebruik gemaakt door de ministers van Financiën van de Europese Unie. Lidstaten hoeven hun begrotingstekort niet langer te beperken tot 3 procent en de staatsschuld mag oplopen tot boven de 60 procent van het bbp, waardoor lidstaten meer ruimte hebben om hun uitgaven te verhogen.

**De steunmaatregelen van overheden zijn bedoeld om de impact op de economie te beperken.** De maatregelen zijn onder meer

bedoeld om door beheersingsmaatregelen getroffen sectoren te compenseren, om ervoor te zorgen dat bedrijven hun personeel kunnen doorbetalen en om extra kredietmogelijkheden aan bedrijven te bieden. Zo kunnen bedrijven die in problemen zijn geraakt hun belasting-afdrachten uitstellen en geven veel EU-regeringen garanties af om de kredietverlening van banken aan het bedrijfsleven op peil te houden.

**Daarnaast heeft de Europese Raad in april besloten tot een gezamenlijke crisisrespons, met onder andere de inzet van het Europees Stabilisatie Mechanisme.** De Europese maatregelen dragen bij aan de financiering van uitgaven die lidstaten moeten doen om de coronacrisis te bestrijden. Naast de inzet van het ESM bevat dit eerste Europese pakket een fonds voor arbeidstijdverkorting en een fonds voor ondernemerskrediet van de Europese Investeringsbank (EIB).

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Houdbaarheid publieke en private schulden in Europa: Achtergrond

**Juist een aantal landen met een hoge staatsschuld is relatief hard geraakt door de coronacrisis.** Met name Spanje, Italië en Frankrijk zijn hard getroffen door de corona-uitbraak. Deze landen bevinden zich daarmee in een kwetsbare uitgangshouding met een staatsschuld van respectievelijk 98, 137 en 101 procent van het bbp. De coronacrisis zal de staatsschuld en het begrotingstekort in de meeste landen van de eurozone fors doen oplopen en de schuldhoudbaarheid van sommige landen verder onder druk zetten. Daarbij zijn in de nasleep van de kredietcrisis en de Europese schuldencrisis de overheidsschulden in het eurogebied nauwelijks teruggebracht. In de periode 2008-2013 steeg de totale schuldquote met een gemiddelde van bijna 4,5 procentpunt bbp per jaar. Sinds het hoogtepunt in 2014 is de schuldquote beperkt afgenomen met in totaal bijna 8 procentpunt, terwijl in nominale termen de overheidsschuld

ook in de jaren na 2014 verder is toegenomen in de eurozone (figuur 22). Daarmee bevinden schuld niveaus zich ruim boven het niveau van voor de kredietcrisis. Vooral landen met een relatief hoge staatsschuld hebben deze maar beperkt teruggebracht (figuur 23).

**De schulddynamiek is in de afgelopen jaren minder kwetsbaar geworden, maar door de coronacrisis neemt de kwetsbaarheid in veel landen weer toe.** Ruime financiële condities en lage rentes hebben de financiering van de staatsschuld in de eurozone in de afgelopen jaren vergemakkelijkt. De gemiddelde kapitaalmarktrente in het eurogebied is bijvoorbeeld afgenomen van 4,5% tijdens de schuldencrisis naar gemiddeld 0,4% in 2019. Ook hebben veel landen door de lage rente obligaties met relatief lange looptijden uitgegeven, waardoor de gemiddelde resterende looptijd

van de uitstaande staatsschuld is gestegen naar bijna 8 jaar. Dit verlaagt het herfinancieringsrisico en maakt overheden minder kwetsbaar voor rentestijgingen. Voor de middellange en lange termijn wordt de houdbaarheid van schulden vooral bepaald door factoren als het niveau en de structuur van de schuld, de rentelasten, de economische groei en de mate van vergrijzing. Uit analyses van de Europese Commissie blijkt dat met name België, Frankrijk, Italië, Luxemburg, Portugal en Spanje op de (middel)lange termijn een kwetsbare schulddynamiek hebben. Door de gevolgen van de corona uitbraak neemt de kwetsbaarheid van de schulddynamiek in veel landen verder toe. Volgens ramingen van het IMF stijgt de schuldquote van overheden in de eurozone als geheel in 2020 met 13 procentpunt, terwijl de schuldquote in zeven landen een niveau van meer dan 100% bbp bereikt.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

# Houdbaarheid publieke en private schulden in Europa: Achtergrond

## **Het aangepaste ECB-beleid in het Pandemic Emergency Purchase Programme vergroot de afhankelijkheid van centrale bankfinanciering.**

Voorheen gold een 33% *issuer-share* limiet, waardoor de ECB maximaal een derde van de staatsschuld van een land kon opkopen. In het PEPP is deze limiet echter losgelaten. Door de combinatie van de verwachte nieuwe schulduitgifte en het loslaten van de *issuer-share* limieten is het opkoopbaar universum van de ECB sterk vergroot. In reactie op de coronacrisis gaf dit aan markten een sterk signaal dat de ECB wanneer nodig zal ingrijpen, maar op de langere termijn is het onwenselijk als overheden sterk afhankelijk raken van de centrale bank voor de financiering van hun staatsschuld.

## **Private schulden**

**Schulden van huishoudens en bedrijven zijn in de afgelopen jaren licht gedaald, maar zullen door de coronacrisis weer oplopen.** In het eurogebied als geheel zijn de schulden van

huishoudens vanaf de piek in 2010 gedaald van 64% van het bbp naar 58% eind 2019. De schulden van niet-financiële bedrijven zijn sinds de piek begin 2016 van 147% gedaald naar 138%. De dalende trend die de afgelopen jaren is ingezet zal echter in veel gevallen worden doorbroken door de gevolgen van de wereldwijde corona-uitbraak.

## **Met name voor bedrijven is het herfinancieringsrisico sterk toegenomen door de coronacrisis.**

De risicopremies op bedrijfsschulden in Europa zijn sterk toegenomen in reactie op de pandemie (figuur 24). Bedrijven worden daarbij aanzienlijk sneller geraakt door een stijging van financieringskosten dan huishoudens, omdat bedrijfsschulden gemiddeld een kortere looptijd of rentevaste periode hebben. Zo heeft 47% van de bancaire leningen aan bedrijven in het eurogebied een oorspronkelijke looptijd van minder dan een jaar (figuur 25). Bij huishoudens is dit slechts 4%. In Nederland loopt

van meer dan 50% van het uitstaande bancaire krediet aan niet-financiële bedrijven de lening of de rentevaste periode binnen één jaar af, terwijl bij huishoudens juist bij meer dan 80% van de uitstaande bancaire leningen de rente nog minimaal één jaar vast staat (FSC, 2020). Daar komt bij dat veel bedrijven in getroffen sectoren te maken krijgen met verlagingen van hun rating door kredietbeoordelaars, waardoor hun financieringskosten verder oplopen.

**Nederlandse niet-financiële bedrijven hebben relatief hoge schulden.** Eind 2019 bedroegen de schulden van het Nederlandse bedrijfsleven 132% van het bbp. Ook in België, Cyprus, Frankrijk, Ierland en Luxemburg ligt de schuldquote van het bedrijfsleven boven het gemiddelde van de eurozone, dat 81% van het bbp bedraagt. Onderliggend is samenstelling van de schulden divers. In Nederland bestaat de bedrijfsschuld hoofdzakelijk uit leningen. Vooral het Nederlandse midden- en kleinbedrijf is

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Houdbaarheid publieke en private schulden in Europa: Achtergrond

aangewezen op bancaire kredietverlening, terwijl grote bedrijven vaak ook toegang hebben tot andere financieringsbronnen als de uitgifte van bedrijfsobligaties. Ondanks de hoge schulden en de lage rente was er, voorafgaand aan de coronacrisis, geen sprake van een opmars van kwetsbare bedrijven in Nederland. Uit onderzoek van DNB op basis van microdata van bedrijven blijkt dat het aantal bedrijven dat niet genoeg verdient om de rentebetalingen op schulden te voldoen (zombiebedrijven) laag is en niet is gestegen in de afgelopen jaren.

**Ook Nederlandse huishoudens hebben hoge schulden, waardoor zij kwetsbaar zijn voor inkomensverlies en huizenprijzdalingen.** Met een schuldquote van 101% van het bbp is de

huishoudschuld van Nederland verreweg de hoogste binnen de eurozone. De schulddynamiek van Nederlandse huishoudens is in de afgelopen jaar wel minder kwetsbaar geworden. Zo is er tussen 2013 en 2018 ongeveer EUR 65 miljard vrijwillig afgelost op de totale uitstaande hypotheekschuld en hebben huishoudens de afgelopen jaren bij het afsluiten van een hypotheek steeds vaker gekozen voor een rentevaste periode van tien jaar of langer. Hoe langer de rentevaste periode, hoe beter een huishouden is beschermd tegen een rentestijging. Bij een rentestijging van 1 procentpunt is voor 85% van de huiseigenaren de stijging van de netto hypotheekuitgaven minder dan EUR 100 per maand. Bovendien leidt een rentestijging voor de gemiddelde huiseigenaar pas over

7 jaar tot een daadwerkelijke stijging van de te betalen hypotheekrente ([FSC, 2020](#)). Hoewel huishoudens hierdoor minder kwetsbaar zijn bij een rentestijging, maken de hoge schulden hen wel kwetsbaar als de coronacrisis leidt tot inkomensverlies, werkloosheid of huizenprijzdalingen (zie ook '[Omslag op de woningmarkt](#)').

### Meer weten?

- De [Debt Sustainability Monitor](#) van de Europese Commissie geeft een overzicht van schuldhoudbaarheidsproblemen bij EU lidstaten op korte, middellange en lange termijn.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest



## Houdbaarheid publieke en private schulden in Europa: Beleid

**Om de gevolgen van de corona pandemie het hoofd te bieden, is tijdelijke flexibiliteit in begrotingsregels noodzakelijk.** Om de impact van de coronacrisis op de economie te beperken en om permanente schade te voorkomen, is het goed dat EU-lidstaten tijdelijk meer ruimte hebben gekregen om passende maatregelen te nemen. Op deze manier kunnen budgettaire en monetair beleid elkaar versterken. Ook in Nederland zal de budgettaire impact op de overheidsfinanciën fors zijn, maar de uitgangssituatie is solide. Zonder een grotere bijdrage van het begrotingsbeleid zal de aanpassingslast tijdens de economische neergang voor een groot deel bij huishoudens en bedrijven terechtkomen.

**Een sterke gezamenlijke Europese beleidsreactie kan het risico op een opleving van de Europese schuldencrisis verminderen.**

Landen in de eurozone verschillen aanzienlijk in de mate waarin ze geraakt worden door de

crisis en de mate waarin overheden, bedrijven en huishoudens deze externe schok kunnen opvangen. Tegelijk onderstreept de sterke verwevenheid tussen landen onderling de noodzaak van een gecoördineerde en gezamenlijke Europese aanpak om permanente schade aan de economie van de eurozone zoveel mogelijk te beperken, schulden beheersbaar te houden en te voorkomen dat de crisis leidt tot verdere divergentie binnen de EMU. Allereerst is het van belang dat het noodpakket van EUR 540 miljard, waartoe de Europese Raad in april heeft besloten, zo snel mogelijk operationeel wordt. Daarnaast is het van belang dat overeenstemming wordt bereikt over gecoördineerd Europees beleid in de herstelfase. Een herstelfonds of gezamenlijke financieringsinstrumenten kunnen hierbij een nuttige rol spelen.

**Overheidsschulden dienen op termijn zeer geleidelijk te worden afgebouwd.** Overheden vangen momenteel een fors gedeelte van de

impact van de coronacrisis op, waardoor de kosten over de tijd en over meerdere generaties kunnen worden uitgesmeerd. Bij een dergelijke zware externe schok is dat passend en treedt de overheid op als verzekeraar van dit staatrisico. Omdat deze crisis een forse impact zal hebben op de buffers van bedrijven en huishoudens, dient het te zijner tijd afbouwen van overheidsschulden bij voorkeur zeer geleidelijk te gebeuren. Ook pleit de grote onzekerheid over de economische gevolgen van de coronacrisis ervoor om de komende jaren voorzichtig te zijn met drastische budgettaire maatregelen en om, voor zover mogelijk, de automatische stabilisatoren vrijuit te laten werken. Daarbij kunnen overheden de houdbaarheid van hun schuld vergroten door het groeipotentieel van de economie te versterken. Dit vraagt in sommige landen om aanzienlijk grotere inspanningen dan in de afgelopen jaren verricht zijn. Binnen de eurozone kan een vereenvoudigd Stabiliteits- en Groeipact, waarbij meer dan nu de nadruk ligt op schuldreductie, bij

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Houdbaarheid publieke en private schulden in Europa: Beleid

deze opgave een belangrijke rol spelen. De regels zijn nu complex, bijvoorbeeld omdat er sprake is van een groot aantal uitzonderingsclausules en het begrotingsbeleid wordt afgemeten langs verschillende criteria.

**Een toenemende afhankelijkheid van monetair beleid moet worden voorkomen.** Het monetaire beleid bevindt zich steeds meer op onverkend terrein, met het risico dat het steeds moeilijker wordt om dit beleid in de toekomst weer te verkrappen. Dit geldt temeer omdat, ondanks een periode van economische groei, in de afgelopen jaren geen sprake is geweest van monetaire normalisatie. De forse monetaire

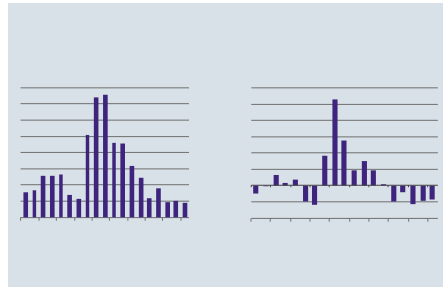
beleidsreactie gaf aan markten een sterk signaal dat de ECB wanneer nodig zal ingrijpen en bereid is om binnen haar mandaat alle beschikbare instrumenten te gebruiken, maar tegelijkertijd nemen de risico's voor de financiële stabiliteit toe, nu het expansieve monetaire beleid langer aanhoudt en steeds onconventioneler wordt (zie ook 'Langdurig lage rente' – beleid). Daarbij vergroot het nieuwe pandemie opkoopprogramma het risico op afhankelijkheid van centrale bankfinanciering, omdat de issuer-share limieten zijn losgelaten en de potentiële opkoopbaarheid van staatsschulden daarmee sterk is verruimd.

Risicobeeld

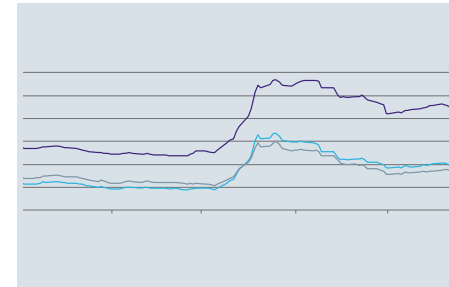
Risicokaart

Pandemiestresstest

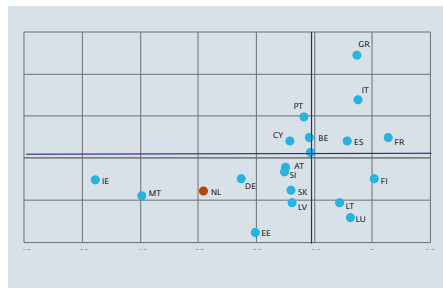
## Houdbaarheid publieke en private schulden in Europa: Cijfers



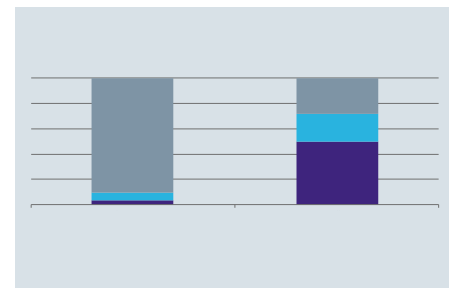
Overheidsschulden in het  
eurogebied verder toegenomen  
sinds de kredietcrisis  
[Bekijk figuur 22 →](#)



Beleggers vragen aanzienlijk  
hogere vergoeding voor Europese  
bedrijfsschulden door coronacrisis  
[Bekijk figuur 24 →](#)



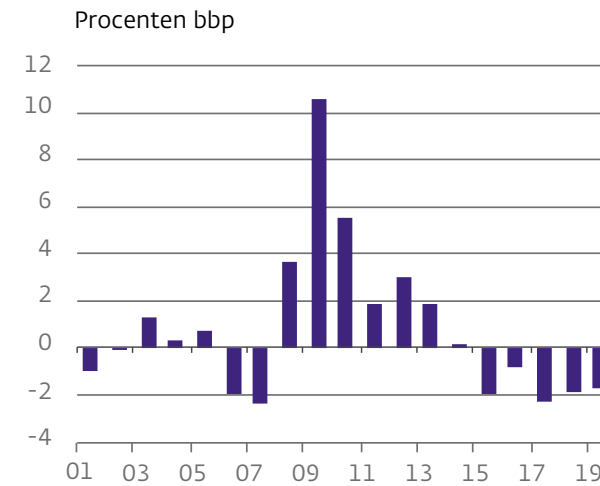
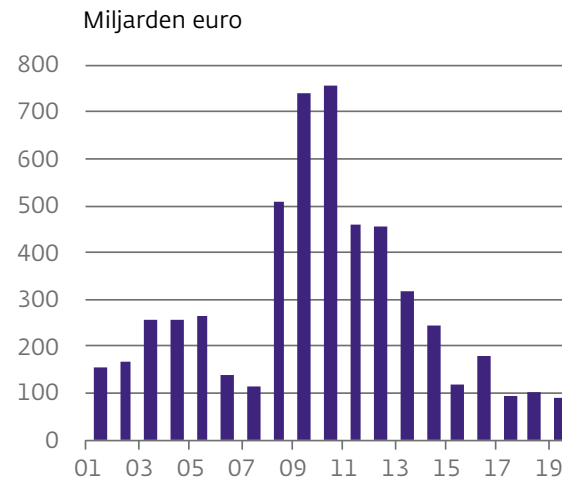
Landen met hoge overheids-  
schulden hebben hun schuld  
relatief weinig gereduceerd  
[Bekijk figuur 23 →](#)



Bedrijven in de eurozone  
gevoeliger voor herfinan-  
cieringsrisico dan huishoudens  
[Bekijk figuur 25 →](#)

## Figuur 22 Overheidsschulden in het eurogebied verder toegenomen sinds de kredietcrisis

Mutatie overheidsschulden per jaar



Bron: ECB.

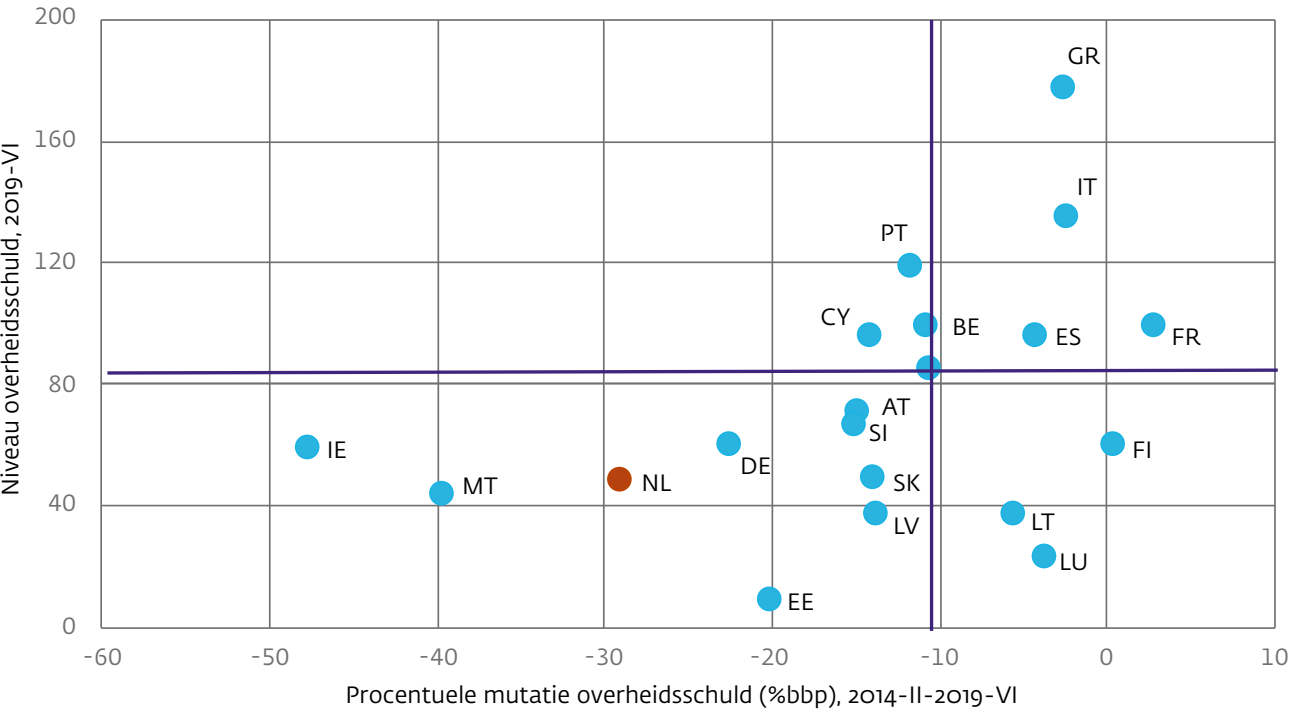
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

Figuur 23 Schuldreductie in landen met hoge overheidsschulden  
relatief beperkt

Procenten; procenten bbp



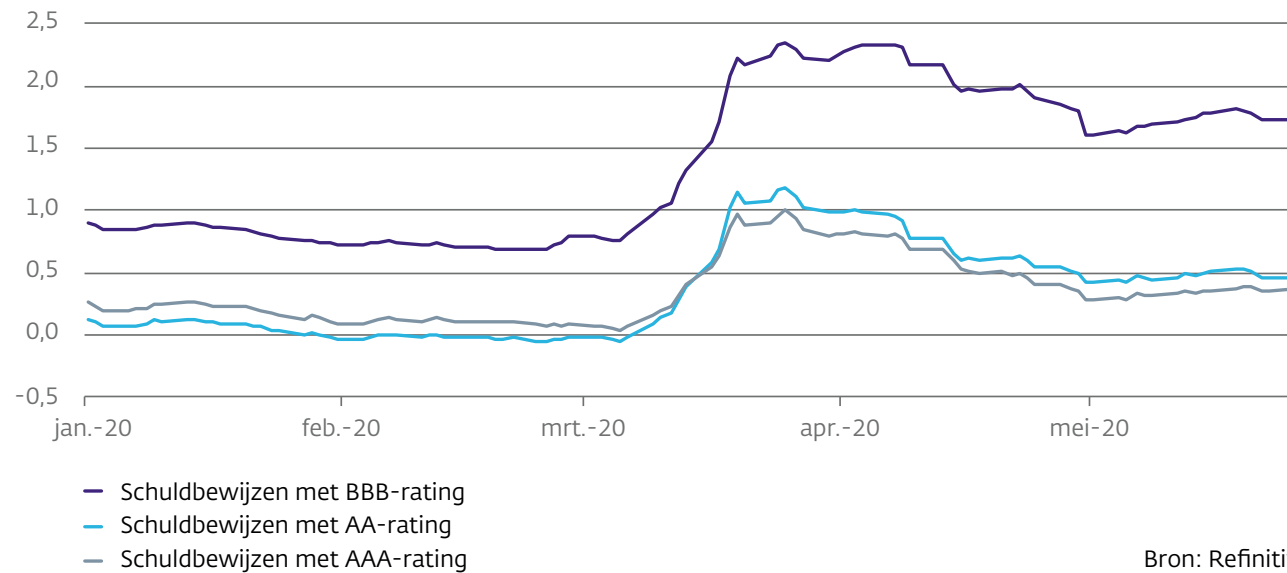
Bron: ECB.

Toelichting: De blauwe lijn geeft het gemiddelde binnen het eurogebied weer.

Risicobeeld  
Risicokaart  
Pandemiestresstest

Figuur 24 Beleggers vragen aanzienlijk hogere vergoeding voor Europese bedrijfsschulden door coronacrisis

Procenten



Bron: Refinitiv.

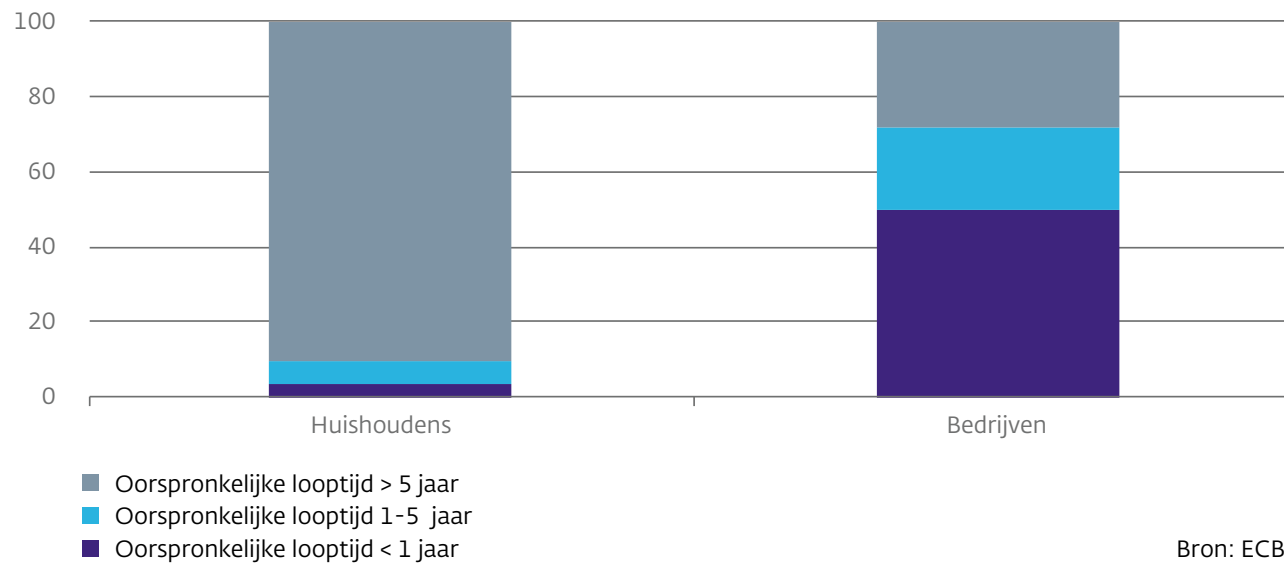
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Figuur 25 Bedrijven in de eurozone gevoeliger voor herfinancieringsrisico dan huishoudens

Aandeel in procenten; maart 2020



Bron: ECB.

Risicobeeld

Risicokaart

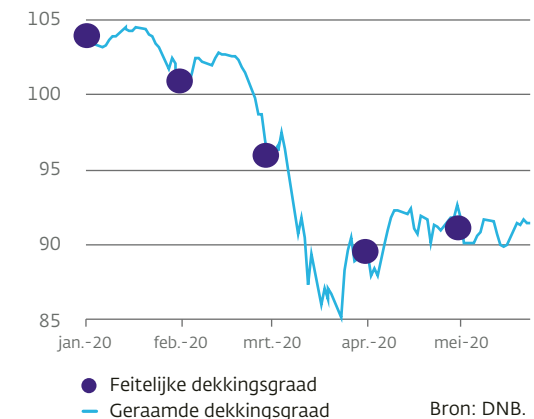
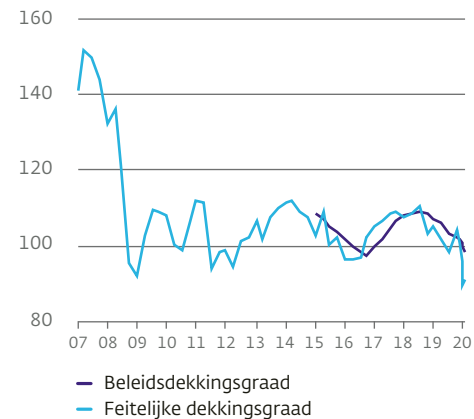
Pandemiestresstest

## Kwetsbaarheden pensioenfondsen en verzekeraars

- De ontwikkelingen op financiële markten die volgden op de corona pandemie vormen met name voor pensioenfondsen een zware schok. Dekkingsgraden zijn verder gedaald, vanuit een uitgangspositie zonder buffers (figuur 26).
- Door de langdurig lage rente staat de financiële positie van pensioenfondsen en verzekeraars al langer onder druk.
- Een vernieuwing van het pensioenstelsel is noodzakelijk. Het pensioenakkoord dat het kabinet en de sociale partners vorig jaar hebben gesloten, biedt perspectief op een meer toekomstbestendig pensioenstelsel.
- Ook het bedrijfsmodel van verzekeraars is kwetsbaar. Hoewel er vooralsnog geen zorgen over de wettelijke solvabiliteitsratio's van verzekeraars zijn als gevolg van de coronacrisis, blijft de economische positie van vooral levensverzekeraars kwetsbaar.

Figuur 26 Dekkingsgraad pensioenfondsen verder gedaald door coronacrisis

Procenten



Bron: DNB.

Toelichting: om de ontwikkeling van de dekkingsgraad op dagbasis weer te geven is gebruik gemaakt van een schattingsmodel, dat de dekkingsgraad berekent op basis van actuele data over rentestanden en activaprijzen.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest



# Kwetsbaarheden pensioenfondsen en verzekeraars: Achtergrond

## Pensioenfondsen

**De ontwikkelingen op financiële markten door de coronacrisis hebben de financiële positie van pensioenfondsen verder onder druk gezet.**

Begin januari was de gemiddelde dekkingsgraad van pensioenfondsen nog 104%, maar door de omslag van het sentiment op financiële markten daalde de dekkingsgraad in de eerste drie maanden van het jaar met bijna 15 procentpunt naar 89%. De val in de dekkingsgraad werd vooral gedreven door de sterke daling van aandelenprijzen en oplopende risicopremies.

**De vermogenspositie van pensioenfondsen is mede door de langdurig lage rente al lange tijd kwetsbaar.** Hierdoor beschikten de meeste pensioenfondsen voorafgaand aan de coronacrisis niet over een buffer om schokken op te vangen. De langdurig lage rente heeft een grote impact op pensioenfondsen, vanwege hun langlopende verplichtingen, die contant worden gemaakt tegen een steeds lagere rente en daardoor sterk

zijn toegenomen. Het effect van de jarenlange rentedaling op de verplichtingen is daarbij slechts gedeeltelijk gecompenseerd door waardestijgingen van beleggingen.

**Hoewel het Nederlandse pensioenstelsel internationaal hoog staat aangeschreven, is het voor de langere termijn niet houdbaar.**

De verplichte pensioenopbouw via de werkgever zorgt ervoor dat een groot deel van de bevolking pensioen opbouwt. De vervangingsratio, de hoogte van het pensioen in relatie tot het verdiende loon, is daardoor in Nederland hoger dan in de meeste andere landen. Toch zijn de kwetsbaarheden van het huidige stelsel, waarbij harde toezeggingen worden gedaan voor uitkeringen in de verre toekomst, steeds meer blootgelegd. De lage rente maakt het financieren van nominale toezeggingen in de toekomst fors duurder en mede hierdoor zijn de verwachtingen van deelnemers over een zeker en waardevast pensioen in de afgelopen jaren niet waargemaakt.

**Het in juni 2019 gesloten pensioenakkoord schetst de hoofdlijnen van een nieuw pensioencontract.** In dit pensioenakkoord is afgesproken om de doorsneesystematiek (waarbij elke deelnemer aan een regeling dezelfde premie betaalt en dezelfde pensioenopbouw krijgt) af te schaffen, om over te stappen naar een ander pensioencontract en een beleggingsbeleid op maat in te voeren. Door dit laatste sluit de mate waarin fondsen beleggingsrisico's nemen beter aan bij de risico's die deelnemers willen en kunnen dragen. Door bij de uitwerking van dit akkoord oog te hebben voor de wijze waarop renteschommelingen aan deelnemers worden toebedeeld, kunnen pensioenuitkeringen minder rentegevoelig worden gemaakt. Doel is om de transparantie van het stelsel te verbeteren en meer maatwerk in het beleggingsbeleid toe te passen, en daarbij tegelijkertijd de voordelen van collectiviteit en risicodeling te behouden.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

# Kwetsbaarheden pensioenfondsen en verzekeraars: Achtergrond

## Verzekeraars

**De coronapandemie raakt ook de verzekeringssector.** De aandelenkoersen van de meeste financiële instellingen zijn door de coronacrisis harder geraakt dan gemiddeld en dit geldt ook voor verzekeraars (figuur 27). Op het dieptepunt medio maart was de waarde van Europese verzekeraars gemiddeld ruim 40 procent gedaald ten opzichte van het begin van het jaar. Veel Europese verzekeraars hebben gehoor gegeven aan de oproep van EIOPA om de uitkering van dividenden op te schorten. In Nederland hebben verzekeraars eveneens de uitkering van dividend uitgesteld. De aanbeveling van EIOPA sluit aan bij de oproep van DNB aan banken en verzekeraars om buffers voorlopig niet aan te wenden voor de uitbetaling van dividend of inkoop van eigen aandelen.

**Er zijn vooralsnog geen zorgen over de wettelijke solvabiliteitsratio's van verzekeraars als gevolg van de coronacrisis.** Doordat

Nederlandse verzekeraars minder risicovol beleggen dan pensioenfondsen, is de impact van de coronacrisis op de financiële positie minder groot. Daarbij is de waarde van bepaalde risicoarme beleggingen juist opgelopen door de *flight to quality* op financiële markten en profiteren verzekeraars van de compensatie van de *Volatility Adjustment* voor verliezen als gevolg van oplopende *spreads*. De impact van de coronacrisis op schadeverzekeraars is daarbij minder eenduidig dan bij levensverzekeraars. In veel gevallen zijn risico's als gevolg van een pandemie uitgesloten van dekking, maar dit verschilt sterk per product. In de komende periode zal meer duidelijk worden hoe de schadelasten zich ontwikkelen als gevolg van de coronacrisis. Zeker is dat observaties uit het verleden geen goede voorspeller zijn. Illustratief is de daling in schadelasten voor autoschadeverzekeringen, door de sterke afname van het wegverkeer. Een segment binnen de verzekeringsmarkt waar de coronacrisis

wel hard heeft toegeslagen is de markt voor kredietverzekeringen, die voor een groot deel stil is gevallen. De coronacrisis verhoogt het risico op wanbetalingen, waardoor kredietverzekeraars de limieten op kredietverzekeringen hebben verlaagd en terughoudend zijn om bedrijven in getroffen sectoren te verzekeren. Het Nederlandse bedrijfsleven is hoofdzakelijk verzekerd bij instellingen elders in de EU, die niet onder onder toezicht van DNB staan. Omdat het inperken van de limieten een grote impact kan hebben op het bedrijfsleven, heeft de Nederlandse overheid gereageerd door garant te staan voor 12 miljard aan kredietverzekeringen.

**De financiële positie van vooral levensverzekeraars blijft kwetsbaar.** Daarbij wordt de economische werkelijkheid van de lage rente maar ten dele weerspiegeld in de wettelijke solvabiliteitsratio's volgens het Solvency II raamwerk. Bij een langdurig lage rente is er het risico dat de solvabiliteit van verzekeraars op

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Kwetsbaarheden pensioenfondsen en verzekeraars: Achtergrond

basis van marktwaardering, zonder toepassing van de zogenoemde *Ultimate Forward Rate* en *Volatility Adjustment* uit Solvency II, dusdanig onder druk komt, dat verzekeraars in problemen weinig mogelijkheden hebben om zonder polishouders te korten hun verplichtingen over te dragen of balansrisico's te mitigeren. Het verschil tussen de wettelijke solvabiliteitspositie en een solvabiliteitspositie op basis van marktwaardering is vooral problematisch bij liquidatie of overdracht van verzekeringen, omdat in dat geval de waardering door marktpartijen de doorslag geeft. Dit risico speelt vooral bij verzekeraars met langlopende verplichtingen, zoals levens- en uitvaartverzekeraars. Zonder (voldoende) rendement boven de risicovrije marktrente zien levensverzekeraars hun Solvency II eigen vermogen jaarlijks afnemen. Het UFR-effect komt daarbij met vertraging tot uitdrukking in de wettelijke solvabiliteitsratio, omdat de verplichtingen aan polishouders geleidelijk dichterbij komen. Om

hun kapitaalbuffers op peil te houden moeten verzekeraars daarom het UFR-effect terug verdienen, maar dat is bij lage (of negatieve) rentes moeilijk.

**Verzekeraars hebben daarnaast te maken met uitdagende marktomstandigheden, die hun toekomstig verdienvermogen parten spelen.** Door een afnemende vraag naar levensverzekeringsproducten hebben vooral levensverzekeraars het moeilijk. Alleen met een relatief hoge verzekeringspremie is het bij een lage rente nog winstgevend om nieuwe levensverzekeringen te verkopen. Producten als lijfrentes, pensioen- en kapitaalverzekeringen zijn aanzienlijk duurder geworden door de lage rente en een stijgende levensverwachting. Hierdoor zijn deze producten voor klanten steeds minder aantrekkelijk geworden. Ook de vermindering van fiscale facilitering van levensverzekeringsproducten (de introductie van banksparen en het verdwijnen van de renteaftrek

voor spaarhypotheken) heeft het traditionele verdienmodel onder druk gezet. Er zijn de afgelopen jaren dan ook steeds minder nieuwe levensverzekeringen afgesloten.

**Sinds de kredietcrisis hebben verzekeraars maatregelen genomen om de sector toekomstbestendiger te maken, maar verdere aanpassingen in het bedrijfsmodel zijn noodzakelijk.** Door fusies en overnames zijn verzekeraars inmiddels beter voorbereid op een verdere krimp van de sector (figuur 28). Hierbij zijn steeds vaker ook niet-traditionele partijen als private equity fondsen betrokken. Ook door aanpassingen in het productaanbod proberen verzekeraars hun bedrijfsmodel toekomstbestendiger te maken, door zich bijvoorbeeld meer te richten op bancaire activiteiten (banksparen en hypotheken). Verder zullen verzekeraars bij een aanhoudend lage rente hun meer traditionele productaanbod verder versoberen. Levensverzekeraars

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Kwetsbaarheden pensioenfondsen en verzekeraars: Achtergrond

zijn al terughoudender geworden in het afgeven van rendementsgaranties en de focus verschuift geleidelijk naar producten waarbij beleggingsrisico's worden gedragen door de polishouder. Het is echter niet te verwachten dat de Nederlandse markt voor beleggingsverzekeringen ('unit-linked') zal aantrekken, vanwege het geleden vertrouwensverlies als gevolg van de woekerpolisaffaire.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Kwetsbaarheden pensioenfondsen en verzekeraars: Beleid

### Pensioenfondsen

**Nu de financiële positie van pensioenfondsen verder onder druk is komen te staan, heeft een vernieuwing van het pensioenstelsel verder aan belang gewonnen.** Hoewel de gevolgen van de coronacrisis voor eventuele kortingen pas aan het einde van dit kalenderjaar duidelijk zullen zijn, illustreert deze ontwikkeling dat het huidige stelsel, met nominale toezeggingen ver in de toekomst, niet houdbaar is. Nederland heeft een omvangrijk kapitaalgedekt pensioenstelsel, dat een belangrijke bijdrage levert aan de oudedagsvoorziening. De kwetsbaarheden van het huidige stelsel zijn in de afgelopen jaren echter meer en meer blootgelegd. De ontwikkelingen in de afgelopen maanden zijn slechts een bevestiging dat het huidige stelsel niet voldoende toekomstbestendig is.

**Het pensioenakkoord dat het kabinet en de sociale partners vorig jaar hebben**

**gesloten, biedt perspectief op een meer toekomstbestendig pensioenstelsel.** Om de houdbaarheid van het stelsel voor de lange termijn te waarborgen, is het belangrijk dat alle betrokken partijen samen en voortvarend optrekken om de gemaakte afspraken uit te voeren en om te zetten in een concrete aanpak, die moet leiden tot een nieuw pensioencontract, een aanpak voor de transitie en de bijbehorende wet- en regelgeving. De lage rente maakt de uitwerking van dit pensioenakkoord een uitdagend vraagstuk. Enerzijds maakt de lage rente de afschaffing van de doorsneesystematiek eenvoudiger, anderzijds hebben fondsen geen buffers om overgangseffecten bij de overstap naar een nieuw stelsel te verzachten. De uitwerking van het akkoord vraagt om een evenwichtige en transparante afweging van belangen, waarbij voorkomen moet worden dat effecten onevenredig uitpakken voor bepaalde groepen deelnemers.

### Verzekeraars

**Met name levensverzekeraars moeten hun bedrijfsvoering aanpassen aan de krimpende portefeuille.** Verzekeraars staan daarbij voor moeilijke strategische keuzes, waarbij de passende oplossing verschilt per verzekeraar. In geval van onvoldoende (verwachte) schaalgroottes kan een verzekeraar consolidatiemogelijkheden onderzoeken, overwegen in run-off te gaan of gesloten portefeuilles overdragen aan gespecialiseerde partijen. Om de belangen van de polishouders ook op de langere termijn te kunnen waarborgen, is het belangrijk dat verzekeraars in hun kapitaal- en dividendbeleid rekening houden met de ontwikkeling van hun financiële positie op basis van economische marktparameters.

**Een adequate waardering van de verplichtingen van verzekeraars blijft van belang.** Dit jaar adviseert EIOPA de Europese Commissie over de herziening van het Solvency II raamwerk,

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Kwetsbaarheden pensioenfondsen en verzekeraars: Beleid

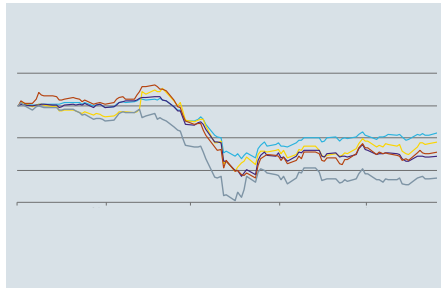
waarin ook de zogenoemde *Long Term Guarantee* (LTG) maatregelen, die van belang zijn voor de waardering van lange termijn verplichtingen, tegen het licht worden gehouden. Om kwetsbaarheden tijdig in beeld te hebben is een stap richting een meer realistische waardering van langlopende verplichtingen, die beter aansluit bij realiteit van de lage rente omgeving, van belang, zonder daarbij de kapitaalseisen te verhogen. Daarbij is onwenselijk om, in reactie op de coronacrisis, verlichtende elementen uit de Solvency II evaluatie naar voren te halen. Dit zou een gebalanceerde aanpak en het realiseren van noodzakelijke verbeteringen in het wettelijke kader bemoeilijken.

Risicobeeld

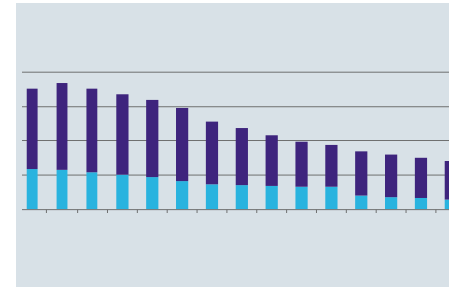
Risicokaart

Pandemiestresstest

## Kwetsbaarheden pensioenfondsen en verzekeraars: Cijfers



Aandelenprijzen verzekeraars  
relatief hard geraakt door  
coronacrisis  
[Bekijk figuur 27 →](#)



Aantal in Nederland onder  
toezicht staande verzekeraars  
gestaag afgenomen in de  
afgelopen jaren  
[Bekijk figuur 28 →](#)

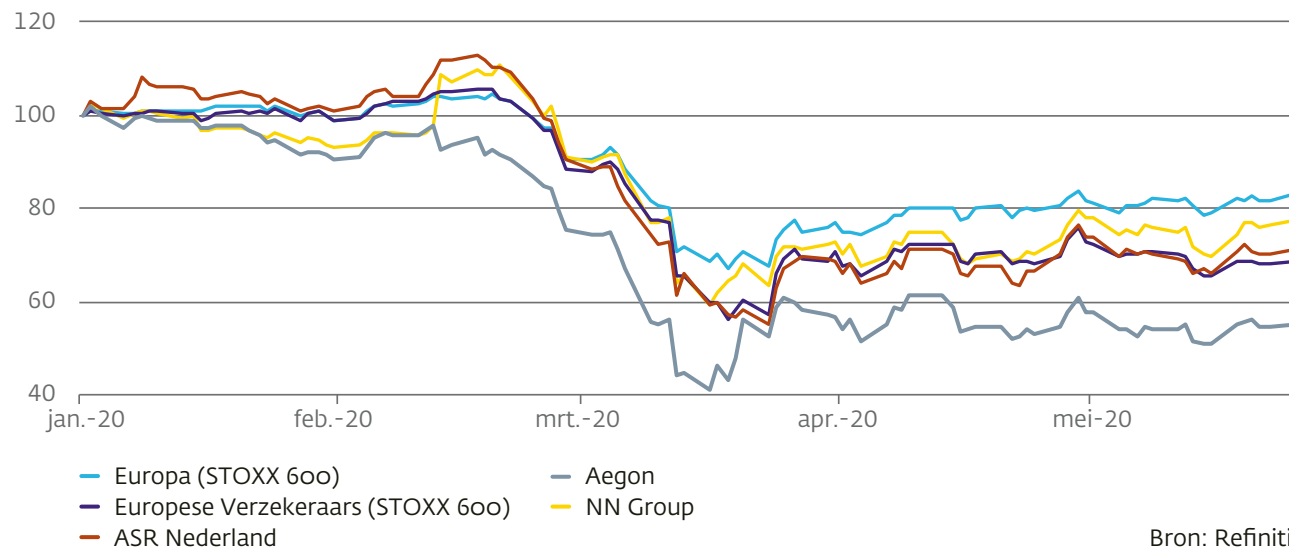
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

Figuur 27 Aandelenprijzen verzekeraars relatief hard geraakt door coronacrisis

Index 1 januari 2020=100



Bron: Refinitiv.

Risicobeeld

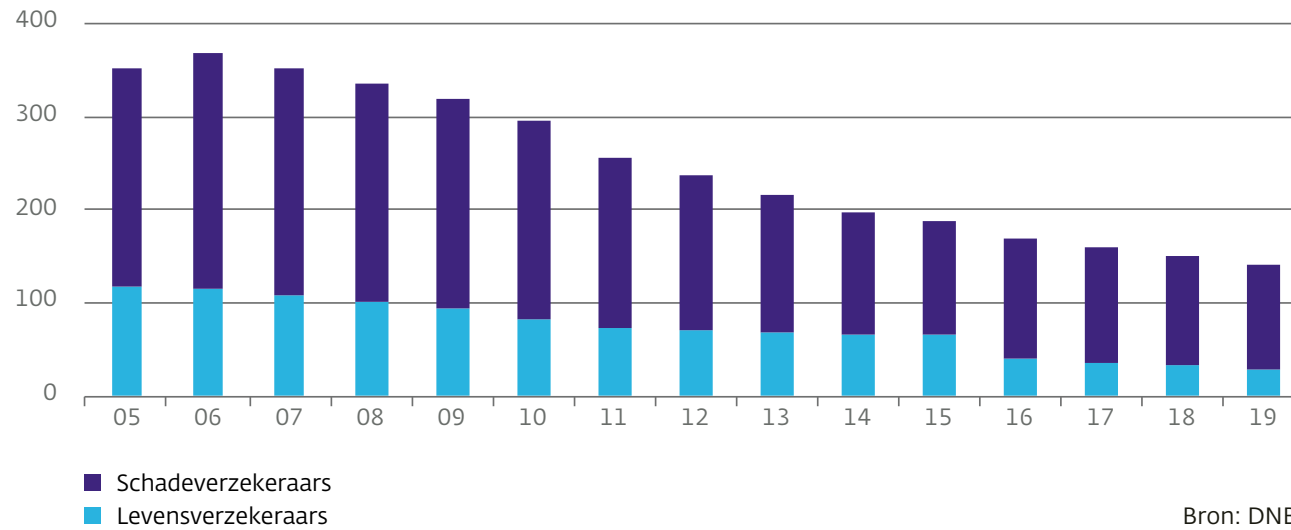
Risicokaart

Pandemiestresstest



Figuur 28 Aantal in Nederland onder toezicht staande verzekeraars  
gestaag afgenomen in de afgelopen jaren

Aantallen



Bron: DNB.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Omslag op de vastgoedmarkten

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Omslag op de commercieel vastgoedmarkt

- De economische schok als gevolg van de coronacrisis heeft ook impact op de commercieel vastgoedmarkt. Vastgoedeigenaren worden geraakt door gemiste huurinkomsten en een lager verdienpotentieel. Als de recessie langdurig aanhoudt en bedrijven die gebruik maken van het vastgoed in problemen komen is een sterke prijscorrectie van commercieel vastgoed niet uitgesloten, mede gezien het feit dat de piek al voor de coronacrisis leek te zijn bereikt en de structurele vooruitzichten reeds minder gunstig waren.
- Uit de pandemiesterstest van DNB blijkt dat het aandeel wanbetalingen op commercieel vastgoedleningen in een zwaar stresstestscenario fors kan toenemen. Omdat de risicokenmerken van de commercieel vastgoedportefeuille van banken de afgelopen jaren zijn verbeterd zullen de kredietverliezen echter relatief beperkt blijven, zeker in vergelijking met de totale verliezen die banken in zo'n zwaar stresstestscenario zullen lijden.
- Meer en betere data over de continuïteit van huurinkomsten, prijzen, beleggingen, financiering en energielabels helpt het inzicht in de risico's van de commercieel vastgoedmarkt te verbeteren.

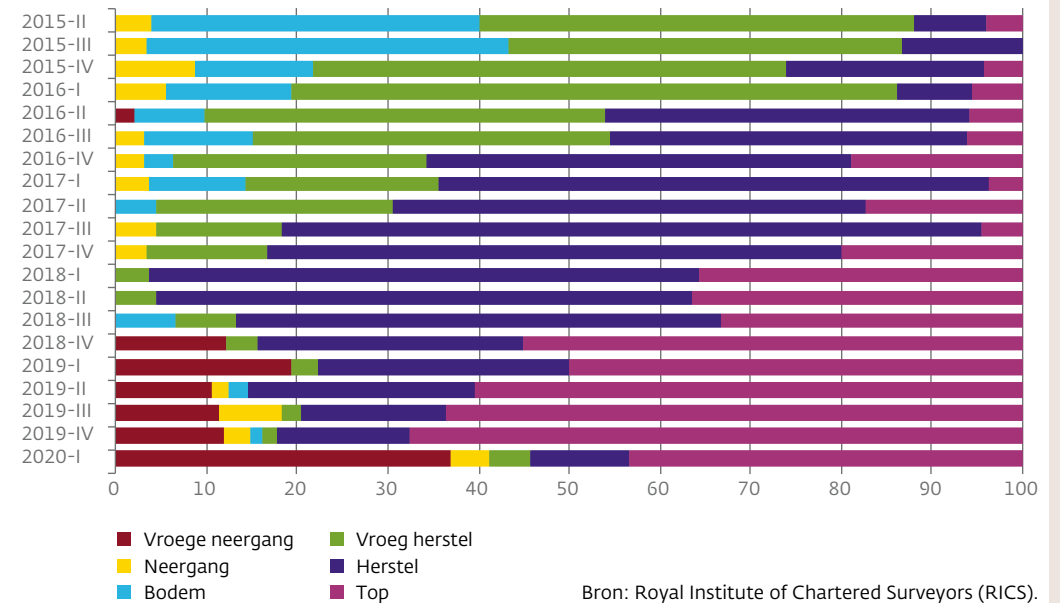
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiesterstest

**Figuur 29 De coronacrisis heeft het vertrouwen van beleggers in commercieel vastgoed verder aangetast**

Percentage respondenten



Bron: Royal Institute of Chartered Surveyors (RICS).

## Omslag op de commercieel vastgoedmarkt: Achtergrond

**De economische recessie die zal ontstaan als gevolg van de coronacrisis heeft mogelijk een snel afnemende vraag naar vastgoed en dalende prijzen tot gevolg.** De commercieel vastgoedmarkt

is zeer conjunctuurgevoelig. De geschiedenis leert dat commercieel vastgoed vaak een grote rol speelt in financiële crises, wanneer er sprake is van een omslag in de economie, vastgoedprijzen dalen en financieringsproblemen toenemen. Nu er sprake is van een conjunctuuromslag, voornamelijk als gevolg van de wereldwijde economische impact van de corona-uitbraak, kan de vraag naar bijvoorbeeld winkel- en horecavastgoed snel afnemen. Vastgoedprijzen kunnen mogelijk snel dalen. Verwachtingen over toekomstige huurinkomsten spelen hierbij een grote rol: als het verhuurpotentieel afneemt, wordt commercieel vastgoed minder aantrekkelijk en dalen de prijzen. Terughoudendheid van vastgoedfinanciers om nieuwe leningen te verstrekken kan prijsdalingen versnellen. Verder zijn door internationale kapitaalstromen de prijsontwikkelingen van

commercieel vastgoedprijzen wereldwijd steeds meer gesynchroniseerd (zie [BIS](#), 2020). Het is daarom waarschijnlijk dat een daling van vastgoedprijzen zich in meerdere landen tegelijk zal voordoen.

**Al voordat de coronacrisis begon hadden beleggers het idee dat het hoogtepunt van de markt was bereikt en waren de structurele vooruitzichten ongunstig.** Nadat het beleggingsvolume jarenlang toenam tot nieuwe recordhoogten, namen de beleggingen in commercieel vastgoed vanaf 2019 af. Deze trend werd al ingezet voordat het coronavirus zijn intrede deed en weerspiegelt zowel de afzwakkende economische groei als de lage rendementen. Omdat commercieel vastgoedprijzen al enkele jaren weer toenamen, waren rendementen gedaald tot historisch lage niveaus. Vooral prijzen van kantoren en huurwoningen zijn de afgelopen jaren flink gestegen, terwijl de prijzen van winkels

achterbleven (figuur 30). Een enquête onder vastgoedbeleggers laat zien dat een meerderheid van de vastgoedbeleggers in 2019 al dacht dat de commercieel vastgoedmarkt inmiddels de piek had bereikt. De coronacrisis heeft het vertrouwen van vastgoedbeleggers verder aangetast: het percentage respondenten dat denkt dat de vastgoedcyclus zich in de neergaande fase bevindt is in het eerste kwartaal van 2020 gestegen van 15% naar 41% (figuur 29). De structurele vooruitzichten voor de winkel- en kantoormarkt waren bovendien al ongunstig. Zo nemen internetverkopen nemen steeds verder toe, waardoor er minder winkelruimte nodig is. En omdat er steeds vaker vanuit huis wordt gewerkt is er ook minder behoefte aan kantoorruimte. De coronacrisis kan deze trends nog eens versterken. Vanwege de lockdown hebben bijvoorbeeld veel bedrijven en medewerkers geïnvesteerd in de mogelijkheden om efficiënt thuis te kunnen werken. Verder speelt duurzaamheid een belangrijke rol in de

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Omslag op de commercieel vastgoedmarkt: Achtergrond

commercieel vastgoedsector. In 2023 moeten alle kantoren groter dan 100m<sup>2</sup> minimaal over energielabel C beschikken. Als een pand niet aan deze eis voldoet, mag het niet meer als kantoor gebruikt worden. De vraag naar niet-duurzaam vastgoed zal hierdoor afnemen.

**De coronacrisis raakt vastgoedeigenaren via gemiste huurbetalingen en een lager verdienpotentieel.** Vanwege de maatregelen die de verdere verspreiding van het coronavirus moeten voorkomen hebben veel bedrijven te maken met een lagere omzet. Dit geldt in versterkte mate voor de horeca en andere sectoren die gedwongen de deuren moesten sluiten. De overheid heeft maatregelen getroffen om deze ondernemers te ondersteunen. Daarnaast hebben met name particuliere verhuurders in de afgelopen periode afspraken gemaakt met huurders over uitstel van (delen van) huurbetalingen. De tijdelijke betaalpauze ('rental holiday') kan de verliezen voor deze

particuliere verhuurders op lange termijn beperken, als huurders hierdoor voldoende liquiditeit behouden om de coronacrisis te kunnen doorstaan. Verwachtingen over toekomstige huurinkomsten zijn als gevolg van de coronacrisis fors afgenomen. Vastgoedbeleggers verwachten dat huren van winkelvastgoed op toplocaties met 6% zullen dalen, en die van winkelvastgoed op overige locaties met 12%. Terwijl beleggers denken dat huurinkomsten van kantoor- en industrieel vastgoed op toplocaties nog marginaal zullen stijgen, verwachten zij dat de huurinkomsten van deze typen vastgoed op overige locaties met 2 à 3% zullen dalen. Dit verlies aan verdienpotentieel raakt ook het deel van de portefeuille waarvoor nog wel huurinkomsten binnenkomen.

**Eventuele verliezen op de commercieel vastgoedportefeuille werken direct door op de balans van vastgoedbeleggers, zoals de Nederlandse pensioenfondsen.** Pensioenfondsen hebben circa EUR 143 miljard

aan beleggingen in commercieel vastgoed, waarvan EUR 126 miljard via vastgoedfondsen. Verliezen op deze portefeuille hebben rechtstreeks impact op de dekkingsgraad. Ook verzekeraars beleggen in commercieel vastgoed. Hun blootstellingen bedragen circa EUR 13 miljard. De impact van verliezen op indirecte vastgoedbeleggingen (via vastgoedfondsen) op de solvabiliteitsratio's wordt gedempt door de Solvency II-regelgeving.

**Uit de pandemiesteresstest van DNB blijkt dat een zwaar stresstestscenario ook voor Nederlandse banken tot verliezen in de commercieel vastgoedportefeuille kan leiden.** Banken, zowel Nederlandse als buitenlandse, zijn belangrijke financiers van commercieel vastgoed: uit een enquête blijkt dat banken voor 66% van de vastgoedbeleggers de primaire financieringsbron zijn. De commercieel vastgoedportefeuille van de drie Nederlandse grootbanken bedraagt EUR 84 miljard. Het

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiesteresstest

## Omslag op de commercieel vastgoedmarkt: Achtergrond

gaat hier om leningen waarmee aankopen van commercieel vastgoed (*income producing real estate*) worden gefinancierd. De risicokenmerken van deze portefeuille zijn de afgelopen jaren verbeterd. Zo blijkt uit individuele leengegevens over deze portefeuille dat de gemiddelde LTV van de uitstaande leningen mede als gevolg van de prijsstijgingen is gedaald van circa 68% eind 2016 tot circa 55% eind 2019. Ook de LTVs van nieuwe leningen zijn gedaald, naar circa 57%. Bovendien daalde het aantal wanbetalingen. De pandemiestresstest van DNB laat zien dat het aantal wanbetalingen in stresstestscenario 'zwaar' weer fors kan toenemen. Mede omdat de risicokenmerken van de commercieel vastgoedportefeuille zijn verbeterd blijven de kredietverliezen van banken echter relatief beperkt, zeker in vergelijking met de totale verliezen die de banken in dit stresstestscenario zullen lijden. De totale kredietverliezen van de banken op de commercieel vastgoedportefeuille

bedragen in stresstestscenario 'zwaar' EUR 1,5 miljard. Banken zijn ook indirect blootgesteld aan commercieel vastgoed, via bedrijfsleningen met vastgoed als onderpand. Deze uitzettingen bedragen momenteel EUR 160 miljard (6,7% van de balans). Betalingsachterstanden in deze portefeuille zullen vooral ontstaan als gevolg van dalende winstgevendheid van bedrijven en zijn minder gebonden aan de kwaliteit van het onderpand. Adequate historische data over de mogelijke omvang van de verliezen op deze portefeuille zijn niet beschikbaar.

### Meer weten?

- In het [OFS najaar 2018](#) wordt nader ingegaan op de structurele risico's op de markt voor commercieel vastgoed.
- De [BIS](#) heeft onderzoek gedaan naar onderliggende oorzaken van de prijsontwikkelingen op de wereldwijde woning- en commercieel vastgoedmarkt.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Omslag op de commercieel vastgoedmarkt: Beleid

**Meer en betere data over de continuïteit van huurinkomsten, prijzen, beleggingen, financiering en energielabels helpen het inzicht in de risico's van de commercieel vastgoedmarkt te verbeteren.** Omdat ontwikkelingen in de commercieel vastgoedsector een grote impact kunnen hebben op de financiële stabiliteit, is het van belang dat er goede data beschikbaar is over deze markt. Om de impact van de coronacrisis op de commercieel vastgoedmarkt nader te kunnen duiden is het bijvoorbeeld van belang om inzicht te hebben in de continuïteit van huurinkomsten: opdrogende huurinkomsten zetten druk op de vastgoedprijzen. Het Europees Comité

voor Systeemrisico's (*European Systemic Risk Board* – ESRB) heeft in 2016 aanbevolen lacunes in huizen- en vastgoedmarktdata in de EU te dichten. DNB heeft tot op granulair niveau inzicht in de vastgoedportefeuilles van banken. Om meer inzicht te krijgen in de vastgoedportefeuilles van niet-banken werkt DNB samen met het *Royal Institution of Chartered Surveyors* (RICS). Daarnaast heeft DNB in de afgelopen tijd samen met het CBS en het Kadaster gewerkt aan het opzetten van een landelijke prijsindex voor commercieel vastgoed. Inmiddels is de bètaversie van deze prijsindex beschikbaar (figuur 30).

Risicobeeld

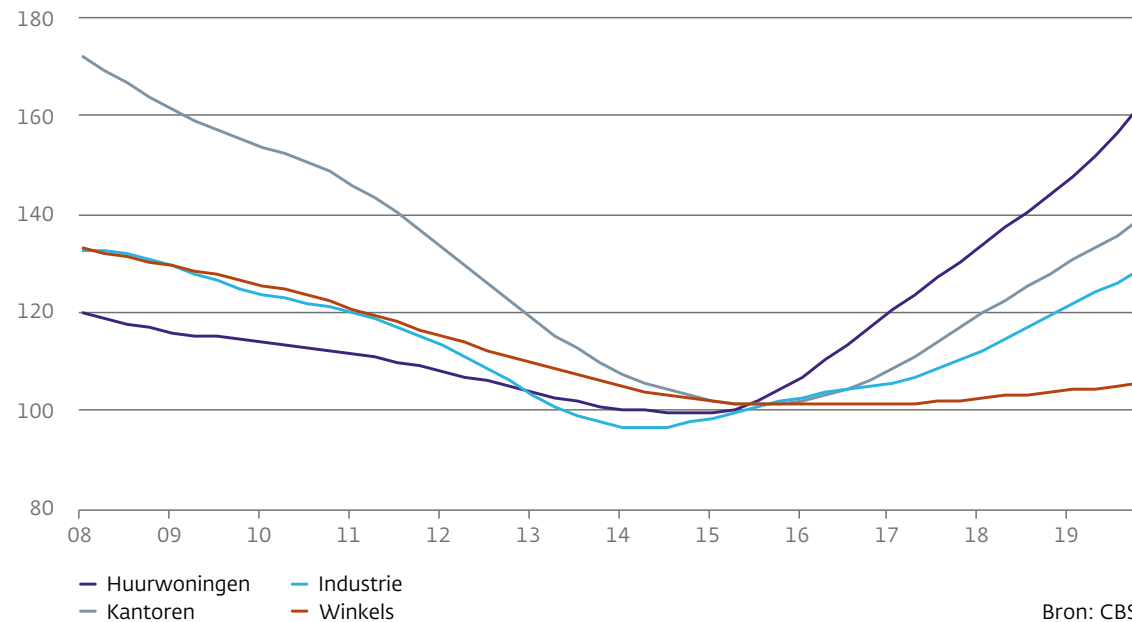
Risicokaart

Pandemiestresstest

## Omslag op de commercieel vastgoedmarkt: Cijfers

Figuur 30 Prijzen van kantoren en huurwoningen zijn de afgelopen jaren flink gestegen, terwijl de prijzen van winkels achterbleven

Prijsindex commercieel vastgoed, 2015=100 (trendlijnen)



Toelichting: Het CBS werkt samen met het Kadaster en De Nederlandsche Bank aan een landelijke prijsindex voor commercieel vastgoed. Dit betreft een bètaversie van de index. De index is geschat volgens de hedonische methode, die rekening houdt met de kenmerken van gebouwen, zoals de locatie, het bouwjaar en het vloeroppervlak. De dekking is relatief groot: ook portefeuilleverkoop worden meegenomen. Om de trendmatige ontwikkeling te kunnen onderscheiden van toevallige fluctuaties zijn trendlijnen voor de prijsindices berekend.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest



## Omslag op de woningmarkt

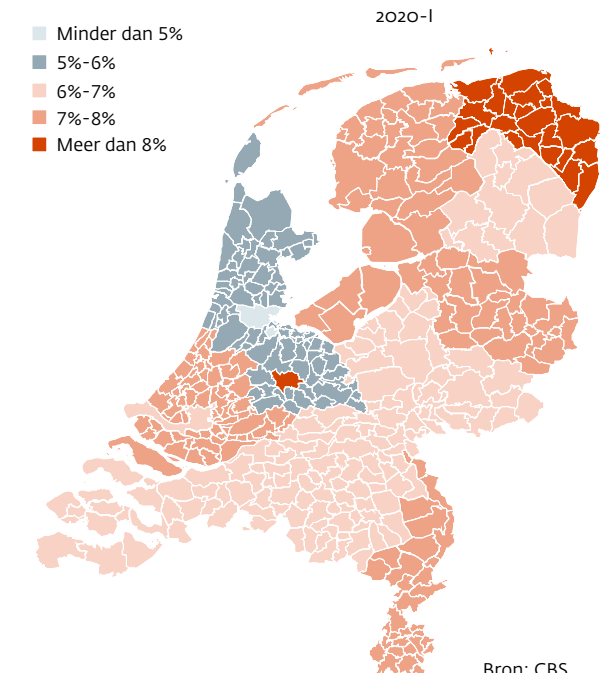
- De woningmarkt wordt nog steeds gekenmerkt door krapte. Zo stonden er in het eerste kwartaal van 2020 bijna 30% minder woningen te koop dan een jaar eerder en stegen de prijzen nog steeds fors (figuur 31). Marktpartijen suggereren dat de coronacrisis er vooralsnog niet voor zorgt dat de woningmarkt stilvalt: bezichtigingen, taxaties en verkopen gaan door. Hypotheekrentes blijven in historisch perspectief laag.
- De impact van de coronacrisis zal pas na verloop van tijd zichtbaar worden en hangt af van de diepte en duur van de economische recessie. De coronacrisis kan via een dalend consumentenvertrouwen en een hogere werkloosheid leiden tot een dalende vraag, waardoor de huizenmarkt momentum kan verliezen. Tegelijkertijd heeft de coronacrisis ook impact op de bouwsector, waardoor het extra moeilijk wordt om voldoende woningen bij te

bouwen. Met het oog op de bestaande knelpunten in de woningmarkt moet worden voorkomen dat de coronacrisis leidt tot het stilvallen van de bouw van nieuwe woningen.

- Hoge schulden maken huishoudens kwetsbaar. Dit geldt met name voor huishoudens met een onzeker inkomen, zoals zzp'ers en flexwerkers. Omdat er inmiddels LTV-limieten zijn ingesteld en er verplicht moet worden afgelost om gebruik te kunnen maken van de hypotheekrenteaf trek zullen er bij een eventuele nieuwe huizenprijscorrectie wel minder huishoudens onder water komen te staan dan tijdens de kredietcrisis.
- Vanwege de ingrijpende effecten van de coronacrisis heeft DNB de invoering van de ondergrens aan de risicoweging van hypothecaire leningen uitgesteld. DNB zal later dit jaar een besluit nemen over wanneer de maatregel alsnog kan ingaan.

**Figuur 31 Huizenprijzen stegen in het eerste kwartaal van 2020 nog fors**

Procentuele mutatie (j-o-j)



## Omslag op de woningmarkt: Achtergrond

**De woningmarkt wordt nog steeds gekenmerkt door krapte.** In het eerste kwartaal van 2020 stonden er bijna 30% minder woningen te koop dan een jaar eerder. Verkochte woningen hebben gemiddeld 41 dagen te koop gestaan, drie dagen korter dan een jaar eerder. De huizenprijzen blijven vooralsnog stijgen. Zo stegen de huizenprijzen in het eerste kwartaal met 6,6% (jaar-op-jaar). Opvallend is wel dat de huizenprijzen in Amsterdam minder hard zijn gestegen, namelijk met 4,6%, waar prijzen daar juist eerder het hardst stegen (figuur 31). De prijsontwikkeling in grote steden loopt vaak voor op de rest van het land (zie ook [BIS](#), 2020).

**Marktpartijen suggereren dat de woningmarkt vooralsnog zeker niet stilvalt.** De activiteit op de woningmarkt nam in de eerste twee weken na het ingaan van de maatregelen tegen corona in Nederland af, maar herstelde daarna weer snel. Zo werden er in de laatste twee weken van maart 12% minder woningen verkocht dan een

jaar eerder, waarna in de eerste week van april het aantal verkochte woningen alweer met 4% toenam ten opzichte van de week ervoor. Verder hebben makelaars, taxateurs en notarissen hun manier van werken aangepast zodat taxaties en contractondertekeningen veilig plaats kunnen blijven vinden. De woningverkoop gaan dus vooralsnog gewoon door. De krapte op de woningmarkt speelt hierbij een rol: sommige mensen zien in de huidige situatie juist nieuwe kansen om de woningmarkt te betreden. Het woningaanbod is nog steeds zeer beperkt: het aantal te koop staande woningen lag in het eerste kwartaal van 2020 op het laagste niveau in de afgelopen twintig jaar. Momenteel worden er wel meer huizen te koop gezet dan voor de coronacrisis.

**De impact van de coronacrisis zal pas na verloop van tijd zichtbaar worden en hangt af van de diepte en duur van de economische recessie.** Daarbij geldt dat de impact van de

coronacrisis zal toenemen naarmate deze langer voortduurt. De woningmarkt kan op verschillende manieren worden geraakt. Zo kan de coronacrisis via een dalend consumentenvertrouwen en een hogere werkloosheid leiden tot een dalende vraag, waardoor de huizenmarkt momentum kan verliezen. Tegelijkertijd heeft het coronavirus ook impact op de bouwsector, waardoor het extra moeilijk wordt om voldoende woningen bij te bouwen. Deze kanalen worden hierna nader toegelicht.

**De omslag in het sentiment kan de dynamiek op de woningmarkt veranderen.** Het consumentenvertrouwen is erg van belang voor de woningmarkt. In april is het consumentenvertrouwen harder gedaald dan ooit. Deze omslag in het sentiment zou er bijvoorbeeld toe kunnen leiden dat doorstromers eerst hun woning willen verkopen, voordat zij een nieuwe woning kopen. Hierdoor kan het aantal transacties dalen. Uit een enquête die

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Omslag op de woningmarkt: Achtergrond

eind maart is gehouden blijkt dat huishoudens vooralsnog erg verdeeld zijn over de vraag of zij de aankoop van een huis in deze situatie zouden uitstellen: 42% is het hiermee eens, 44% oneens. De overige respondenten antwoordden neutraal.<sup>1</sup>

**De vraag naar woningen blijft vooralsnog op peil, maar kan in de toekomst dalen als de werkloosheid toeneemt.** De coronacrisis zal onvermijdelijk tot een recessie leiden. De maatregelen van de overheid zorgen er echter voor dat met name mensen in vaste dienst hun baan vooralsnog kunnen behouden, wat de vraag naar koopwoningen ondersteunt. Wel neemt de onzekerheid over werk toe. Daarnaast kunnen uitzendkrachten, ZZP'ers en oproepkrachten minder werken. Bij een langdurige coronacrisis en een diepe recessie kan de werkloosheid verder oplopen, het besteedbare huishoudinkomen dalen en de vraag naar woningen afnemen.

Ook tijdens de kredietcrisis waren de effecten op de woningmarkt niet gelijk volledig zichtbaar: terwijl de kredietcrisis in 2008 begon, werd het dieptepunt op de woningmarkt pas in 2013 bereikt.

**De hypotheekrente blijft vooralsnog laag, waardoor financieringscondities gunstig blijven.** De gemiddelde hypotheekrente op nieuwe contracten daalde tussen april 2019 en eind februari 2020 met circa 50 basispunten, tot 1,92 procent. Vlak na het ingaan van de lockdown, halverwege maart, hebben veel kredietverstrekkers hun hypotheekrentes weer verhoogd. Inmiddels wisselen rentestijgingen en -dalingen elkaar af. Eind april lag de gemiddelde hypotheekrente op nieuwe contracten zelfs lager dan eind februari, namelijk op 1,88 procent. Hoewel het niet uit te sluiten is dat rentes de komende tijd oplopen vanwege risico-opslagen,

blijft de hypotheekrente naar verwachting laag in historisch perspectief (zie figuur 32).

**Het is waarschijnlijk dat er sprake blijft van een tekort aan woningen; de coronacrisis bemoeilijkt het bouwen van voldoende woningen verder.** In 2019 heeft het kabinet de woningbouwambitie waargemaakt: er zijn vorig jaar ongeveer 77.000 woningen bijgekomen. Dit is mede het gevolg van het grote aantal bouwvergunningen dat in 2017 en 2018 is afgegeven. Al voor het coronavirus toesloeg begon het aantal nieuwbouwvergunningen echter te dalen, onder meer vanwege de stikstofproblematiek (figuur 33). Dit maakt het lastig om in de komende jaren voldoende woningen bij te bouwen. De huidige coronacrisis bemoeilijkt dit verder. Zo lopen nieuwe vergunningaanvragen soms vertraging op en lijken vertragingen in de bouwketen

<sup>1</sup> De enquête is voorgelegd aan de leden van het LISS panel van CentERdata, dat representatief is voor de Nederlandse bevolking van 16 jaar en ouder. 5453 van de 6817 ondervraagden hebben de enquête volledig ingevuld (een respons van 80 procent). De vragenlijst heeft van 20 tot en met 31 maart open gestaan.

## Omslag op de woningmarkt: Achtergrond

onvermijdelijk. In de afgelopen periode zijn er bijvoorbeeld veel buitenlandse werknemers in de bouw huiswaarts gekeerd. Daarnaast hebben de beperkende maatregelen die verdere verspreiding van het coronavirus moeten voorkomen effect op de manier van werken op de bouwplaats.

**In een zwaar stresstestscenario, waarin het bbp in 2020 sterker krimpt dan geraamd en in 2021 en 2022 enig economisch herstel optreedt, dalen de huizenprijzen fors.** Huizenprijzen liggen in stresstestscenario 'zwaar', dat is gebruikt voor de pandemiestresstest (zie Pandemiestresstest), eind 2022 circa 12% lager dan eind 2019. Ter vergelijking: in de periode 2008-2013 was de cumulatieve huizenprijzdaling circa 20%.

**Bij een eventuele huizenprijscorrectie zullen er minder huishoudens onder water komen te staan dan bij de vorige crisis.** Omdat er

inmiddels LTV-limieten zijn ingesteld en er verplicht moet worden afgelost om gebruik te kunnen maken van de hypotheekrenteaftrek zullen er bij een eventuele nieuwe huizenprijs-correctie van dezelfde omvang minder huishoudens onder water komen te staan dan tijdens de kredietcrisis. In het zware stresstestscenario zou het aandeel onderwaterhypotheken oplopen van minder dan 4% nu tot maximaal 10% in 2022 (zie figuur 34). Tijdens de kredietcrisis liep het aandeel onderwaterhypotheken op tot 36%. Dit leidde er destijds toe dat er minder werd geconsumeerd, waardoor de crisis werd verdiept. Zo berekende het CPB dat de consumptie in 2014 vier procent hoger zou hebben gelegen, als de huishoudens die tijdens de crisis onder water stonden hun consumptie niet hadden beperkt. Omdat er bij een eventuele nieuwe huizenprijscorrectie minder huishoudens onder water komen te staan zullen de negatieve economische effecten ook minder groot zijn.

**Hoge schulden ten opzichte van het inkomen maken Nederlandse huishoudens kwetsbaar.** Zowel starters als doorstromers lenen steeds meer in verhouding tot hun inkomen. Het aandeel huizenkopers dat bijna maximaal leent ten opzichte van het inkomen, neemt al jarenlang geleidelijk toe (figuur 35). Daarnaast worden de leennormen steeds ruimer uitgelegd. Zo konden zzp'ers tot voor kort steeds gemakkelijker een hypotheek krijgen op basis van een onzeker inkomen en werden hypotheken verstrekt op basis van een intentieverklaring of arbeidsmarktperspectief. De huidige situatie maakt duidelijk dat dit risico's met zich meebrengt. Huishoudens krijgen nu in sommige gevallen de mogelijkheid om de maandelijkse hypotheeklasten op te schorten, als zij in financiële problemen zijn komen door de coronacrisis. Vooral zzp'ers en flexwerkers die hun inkomsten hebben zien teruglopen als gevolg van de coronacrisis maken momenteel gebruik van deze regeling. De betaalachterstand

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Omslag op de woningmarkt: Achtergrond

moet later weer worden ingehaald. Als de coronacrisis langer aanhoudt zal dit echter niet voor iedereen mogelijk zijn.

**Uit de pandemiesterstest blijkt dat kredietverliezen op de hypotheekportefeuille voor banken gedurende 2020-2022 in stresstestscenario 'zwaar' nog relatief beperkt blijven.**

De pandemiesterstest laat zien dat de kredietverliezen van banken op hypothecaire leningen weliswaar zouden kunnen oplopen, maar relatief beperkt zullen blijven als gevolg van de sterke betalingsmoraal van Nederlanders, inkomensvangnetten zoals de WW en factoren die de verliezen voor banken beperken, zoals NHG en de onderpandswaarde van het huis. In 2019 was 0,76% van de hypotheeken verstrekt door de grootste vijf bancaire hypotheekverstrekkers *in default*. In stresstestscenario 'zwaar' loopt dit aandeel op tot 3,32% in 2022.<sup>2</sup> De totale

kredietverliezen op de Nederlandse hypotheekportefeuille van de vijf grootste bancaire hypotheekverstrekkers bedragen in dit stresstestscenario EUR 2,1 miljard over een driejaarshorizon. Daarmee zijn verliezen op de hypotheekportefeuille niet de belangrijkste bron van verliezen in dit stresstestscenario.

**De risicogewichten die banken hanteren voor hun hypothecaire leningportefeuilles zijn ook in de huidige situatie geen goede afspiegeling van de systeemrisico's in de huizenmarkt.** Bijna alle banken bepalen met behulp van interne risicomodellen hoe risicovol hun hypothecaire leningen zijn: aan 96% van de uitstaande hypotheekvoorraad op de balans van banken wordt op deze manier een risicogewicht toegekend. Op basis van de risicogewichten wordt vastgesteld hoeveel kapitaal de banken moeten aanhouden om eventuele verliezen op

te vangen. De risicogewichten voor Nederlandse hypothecaire leningen behoren tot de laagste van de EU. Mede door de stijging van de waarde van het onderpand en de afname van het aantal wanbetalingen is het gemiddelde risicogewicht dat banken hanteren sinds 2015 gedaald van 14 naar 9%. Mogelijk zullen de risicogewichten als gevolg van de coronacrisis weer toenemen. De risicogewichten die banken momenteel hanteren acht DNB onvoldoende prudent, omdat zij de toegenomen systeemrisico's in de huizenmarkt onvoldoende weerspiegelen (zie OFS najaar 2019).

**Ook in andere landen maken centrale banken zich zorgen om de huizenmarkt.** Huizenprijzen bewegen wereldwijd steeds meer in dezelfde richting (zie BIS, 2020). In veel landen zijn ze de afgelopen jaren flink gestegen, soms zelfs tot recordhoogtes. De prijzen zijn inmiddels ook op veel plekken hoog ten opzichte van

<sup>2</sup> De cijfers geven bruto default-ratio's weer (*total defaults/exposure at default*). De stresstest veronderstelt dat de hypotheeken die *in default* zijn zich niet meer herstellen. Dit is in lijn met de EBA-stresstestmethodologie. Voor details zie "[Pandemiesterstest](#)".

## Omslag op de woningmarkt: Achtergrond

inkomens, waardoor centrale banken zich zorgen maken over de gevolgen van een mogelijke huizenprijscorrectie. Vaak kunnen fundamentele factoren als de lage rente, gestegen inkomens en de bevolkingsgroei de huizenprijzen echter wel voor een belangrijk deel verklaren.

### Meer weten?

- De BIS heeft onderzoek gedaan naar onderliggende oorzaken van de prijsontwikkelingen op de wereldwijde woning- en commercieel-vastgoedmarkt.
- DNB heeft in 2019 een boek gepubliceerd over de woningmarkt in de grote steden.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Omslag op de woningmarkt: Beleid

**DNB acht het vanwege de ingrijpende effecten van de coronacrisis momenteel niet gepast om de kapitaaleisen voor banken te verhogen en stelt daarom de invoering van de ondergrens aan de risicoweging van hypothecaire leningen uit.** In het OFS najaar 2019 kondigde DNB aan dat banken die gebruik maken van interne modellen vanaf het najaar van 2020 een ondergrens toe zouden moeten passen op de risicoweging van hypothecaire leningen. De uitbraak van het coronavirus heeft echter ingrijpende gevolgen voor de Nederlandse economie, waar ook de bankensector door wordt geraakt. Om de economische schade zoveel mogelijk te beperken, is het cruciaal dat de bankensector goed blijft functioneren. Het opleggen van de ondergrens aan de risicoweging van hypothecaire leningen betekent dat banken meer kapitaal zouden moeten aanhouden. DNB stelt deze maatregel nu uit, waardoor er EUR 3 miljard aan kapitaal vrijvalt. Banken kunnen hierdoor bij oplopende verliezen krediet blijven verstrekken aan de

reële economie. DNB zal later dit jaar een besluit nemen over het moment waarop de maatregel alsnog kan ingaan.

**De coronacrisis onderstreept het belang van voldoende buffers bij huishoudens.** Nederlandse huishoudens hebben relatief hoge schulden, waardoor zij kwetsbaar zijn voor economische schokken zoals de coronacrisis. Dit geldt in het bijzonder voor huishoudens met een onzeker inkomen, zoals zzp'ers of flexwerkers. De schokbestendigheid van huishoudens kan worden vergroot door verdere maatregelen te nemen. Zo is het van belang dat de methode die wordt gehanteerd om de LTI-limiet (de *loan-to-income* limiet) te bepalen, op zo'n manier wordt vormgegeven dat alle huishoudens voldoende zijn beschermd tegen overkreditering. Daarnaast zou een verdere verlaging van de LTV-limiet (de *loan-to-value* limiet) ervoor zorgen dat huishoudens minder snel onder water komen te staan als huizenprijzen dalen. Dat verkleint de

negatieve effecten van een huizenprijscorrectie op de economie verder. Tot slot is het wenselijk dat de fiscale behandeling van de eigen woning meer in lijn wordt gebracht met andere vormen van vermogen. Dit helpt ook om de afstand tussen kopen en huren te verkleinen. Als gevolg van de hypotheekrenteaftrek kan er voor koopwoningen meer worden betaald dan voor vrije huurwoningen. Het verminderen van deze subsidie maakt het aantrekkelijker om huurwoningen in de vrije sector te bouwen en kan hierdoor bijdragen aan het verminderen van het tekort in deze sector.

**De nieuwbouwproductie moet worden vergroot.** Voor een stabiele woningmarkt dient het aantal te bouwen nieuwbouwwoningen in lijn te zijn met de groei van het aantal huishoudens. Tijdens de kredietcrisis is het jaarlijks aantal gerealiseerde nieuwbouwwoningen sterk teruggevallen, wat de economische crisis heeft versterkt.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Omslag op de woningmarkt: Beleid

De bouwsector werd zo zwaar getroffen dat deze na de crisis niet makkelijk weer opveerde (zie CPB, 2020). De productiecapaciteit bleef dus ook na de crisis achter, terwijl het aantal huishoudens bleef doorgroeien. Dit heeft bijgedragen aan het woningtekort. Vooral in het middenhuursegment in de grote steden is het woningaanbod te klein. Vergroting van het aanbod is nodig. Daarbij is regie vanuit het Rijk wenselijk. Gemeenten en woningcorporaties hebben namelijk niet altijd de juiste prikkels om te zorgen voor het juiste type aanbod op de juiste plekken (DNB, 2019). Het is nu van belang dat het kabinet zich inzet om de terugloop van het aantal nieuwbouwvergunningen, die al voor de uitbraak van de coronacrisis was ingezet,

te keren. Voorkomen moet worden dat de coronacrisis leidt tot een verdere afname van het aantal vergunningen en nieuwbouwwoningen. Dit draagt bij aan een stabielere woningmarkt en voorkomt dat de coronacrisis leidt tot een nieuwe crisis in de bouw, wat negatieve economische effecten met zich mee zou brengen. Het bestaande woningtekort voorkomt dat het bijbouwen van woningen leegstand creëert, waardoor bijbouwen niet direct leidt tot extra prijsdalingen als de woningmarkt omslaat. Het kabinet erkent het belang van doorbouwen en heeft in mei een pakket maatregelen aangekondigd dat erop gericht is de bouw ten tijde van de coronacrisis op gang te houden.

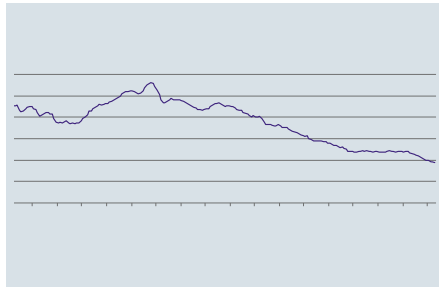
Risicobeeld

Risicokaart

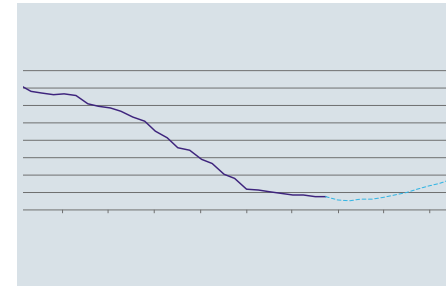
Pandemiestresstest



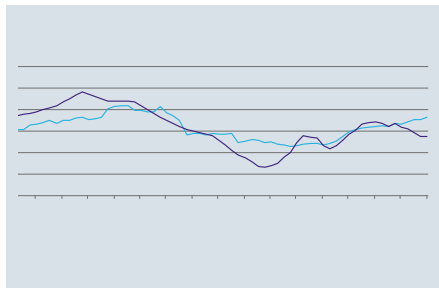
## Omslag op de woningmarkt: Cijfers



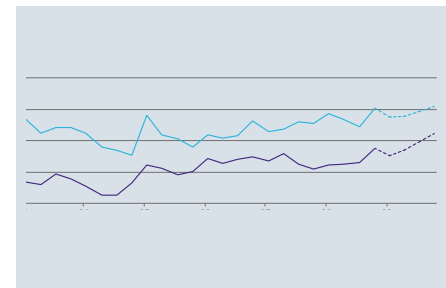
De hypotheekrente blijft laag in historisch perspectief  
Bekijk figuur 32 →



Bij een eventuele huizenprijs-correctie zullen er minder huishoudens onder water komen te staan dan bij de vorige crisis  
Bekijk figuur 34 →



Het aantal nieuwbouwvergunningen daalt al sinds begin 2019  
Bekijk figuur 33 →



Huizenkopers lenen steeds vaker bijna maximaal ten opzichte van hun inkomen  
Bekijk figuur 35 →

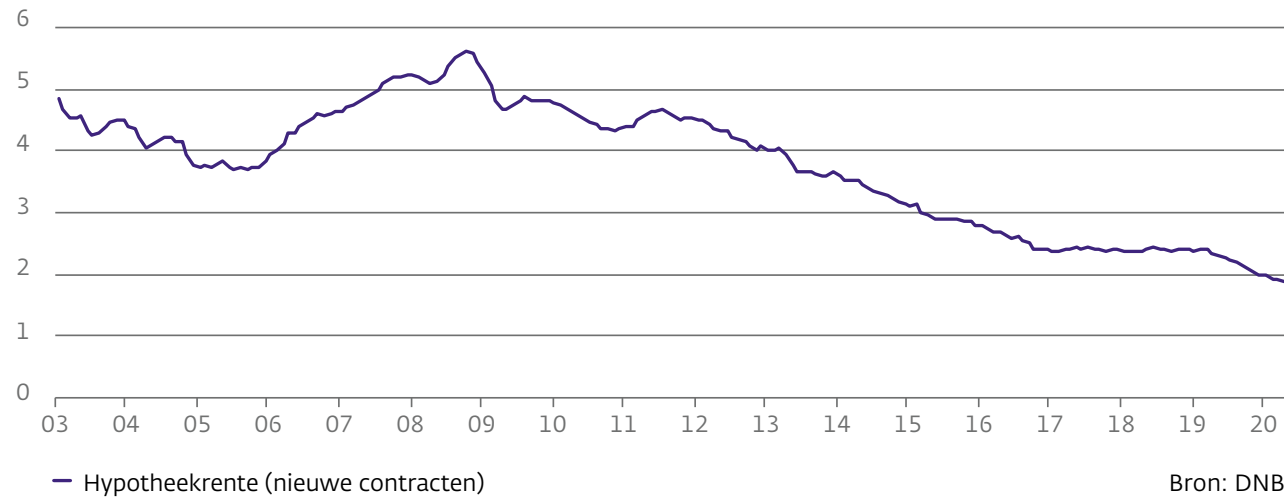
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

Figuur 32 De hypotheekrente blijft laag in historisch perspectief

Procenten



Toelichting: Gemiddelde rentepercentage van nieuwe contracten inclusief heronderhandelingen.

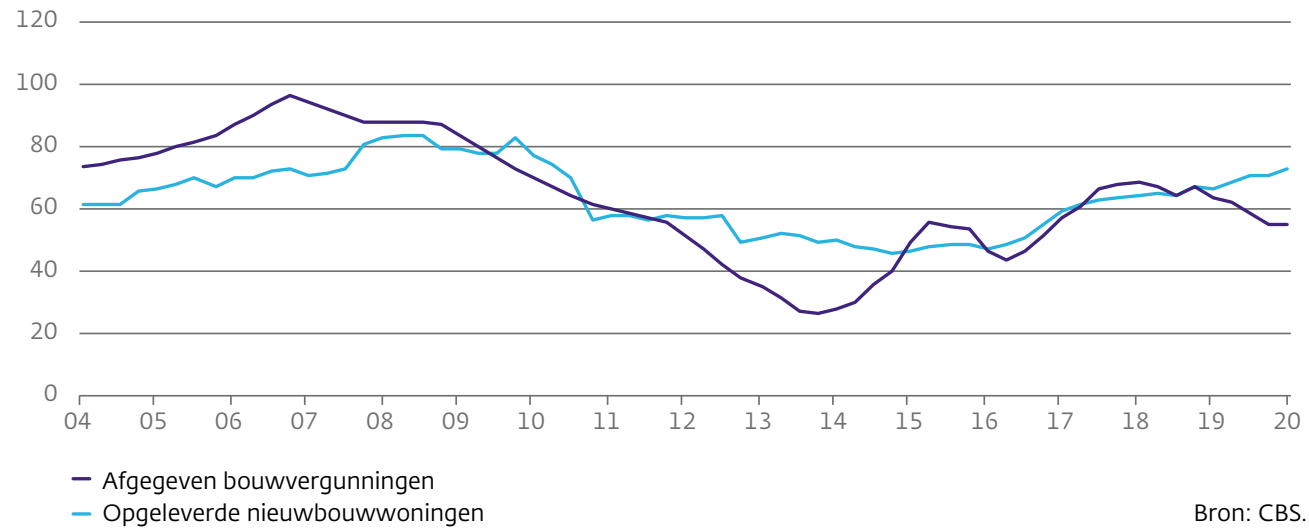
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

**Figuur 33** Het aantal nieuwbouwvergunningen daalt al sinds begin 2019

Duizenden; voortschrijdend jaartotaal



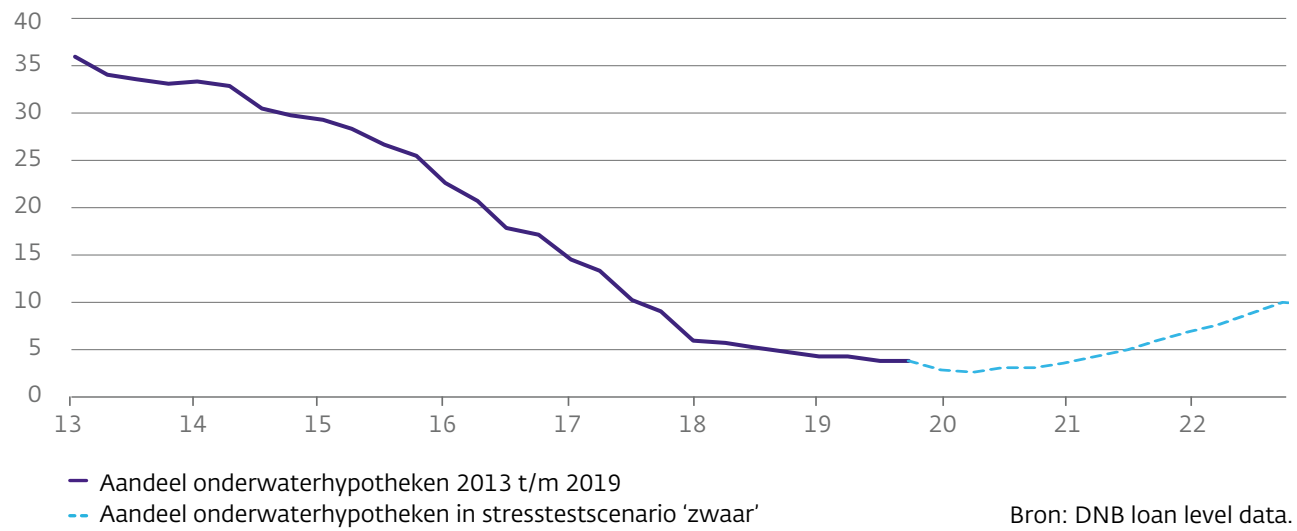
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

Figuur 34 Bij een eventuele huizenprijscorrectie zullen er minder huishoudens onder water komen te staan dan bij de vorige crisis

Procenten



Bron: DNB loan level data.

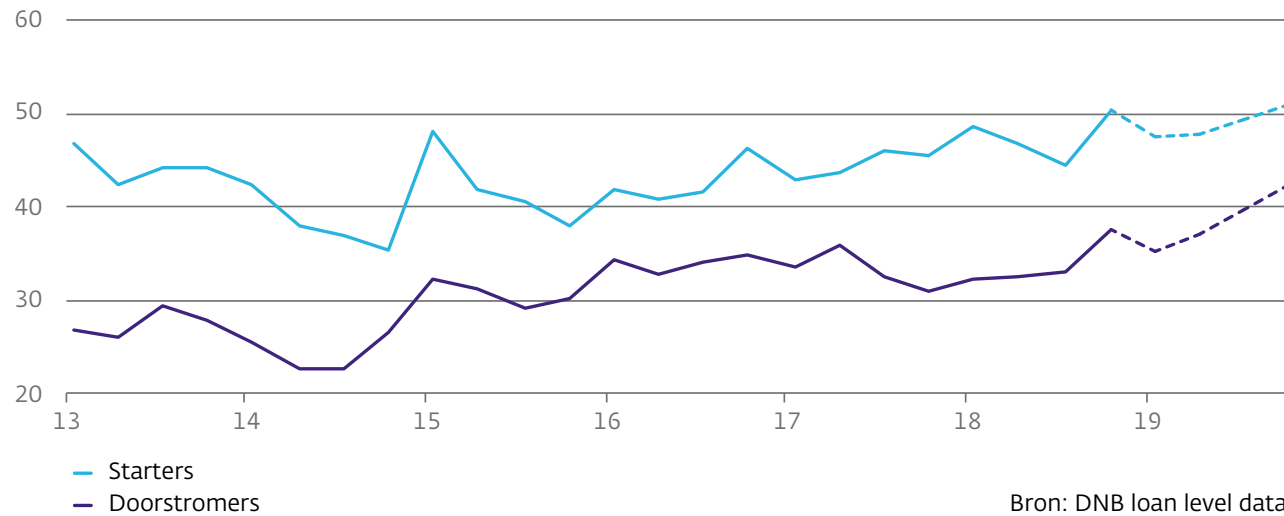
Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

## Figuur 35 Huizenkopers lenen steeds vaker bijna maximaal ten opzichte van hun inkomen

Percentage van de nieuwe productie met een LTI hoger dan 90% van de norm



Bron: DNB loan level data.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

# Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen: Inleiding

De coronapandemie raakt de kapitaalpositie van Nederlandse banken door toenemende kredietverliezen en teruglopende inkomsten. De impact van deze financieel-economische schokken hangt in belangrijke mate af van de duur en omvang van de crisis. Aangezien beide dimensies van de crisis met veel onzekerheid zijn omgeven, presenteren we hier de uitkomsten van twee stress-testscenario's waarin staatrisico's zich materialiseren. In een zwaar stresstestscenario lopen de kredietverliezen op tot EUR 23 miljard en daalt de gemiddelde CET1-ratio van Nederlandse banken tot eind 2022 met 5,5%-punt.<sup>3</sup> Dit komt overeen met een leverage ratio die gemiddeld met 0,7%-punt daalt. Het goede nieuws is dat de relatief hoge kapitaalratio's banken in staat stellen dergelijke verliezen op te vangen zonder noemenswaardige gevolgen voor de kredietverlening. Dit is niet langer het geval in een 'perfect storm' scenario, waarin economisch herstel pas optreedt in 2022. In dit *perfect storm* stresstestscenario zouden kredietverliezen theoretisch kunnen oplopen tot EUR 39 miljard. In dat geval zullen banken de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens moeten terugschroeven, om verliezen te beperken en te voorkomen dat hun kapitaalratio's oncomfortabel dicht bij de minimumeisen komen. De banken kunnen dan hun rol in de financiële intermediatie niet meer goed vervullen, waardoor de economische schade verder toeneemt.

**We brengen de mogelijke effecten van de coronapandemie op de kapitaalpositie van Nederlandse banken in kaart aan de hand van twee stresstestscenario's.**

Deze stresstestscenario's voorspellen niet de meest waarschijnlijke uitkomsten, maar zijn gebaseerd op staatrisico's. Vanuit het perspectief van financiële stabiliteit kunnen

op deze manier mogelijke kwetsbaarheden bij banken geïdentificeerd worden. Vanwege de grote onzekerheid is gekozen voor twee stresstestscenario's, 'zwaar' en 'perfect storm'. Het zware stresstestscenario is gelijk aan het zware scenario dat in de Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten Juni 2020 is gepubliceerd. De beide stresstestscenario's onderscheiden zich van elkaar doordat 'zwaar' uitgaat van een gematigd herstel van de bbp-groei vanaf 2021, terwijl het bbp in het tweede stresstestscenario nog verder daalt gedurende 2021 en pas in 2022 stabiliseert. Dit tweede stresstestscenario schets zo de contouren van wat een *perfect storm* genoemd kan worden – een situatie waarin zowel op medisch als financieel-economisch vlak alle ontwikkelingen bijzonder tegenvallen. In de stresstest is er geen minimale kapitaalratio vastgesteld waaraan banken in de stresstestscenario's moeten voldoen en worden

<sup>3</sup> De zes Nederlandse significante banken die onder Europees toezicht vallen (ABN AMRO, ING Bank, Rabobank, de Volksbank, Bank Nederlandse Gemeenten en de Nederlandse Waterschapsbank) zijn meegenomen in de stresstest.

# Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen:

## Inleiding

uitsluitend de gemiddelde uitkomsten voor het Nederlandse bankwezen gepresenteerd. De uitkomsten voor individuele banken kunnen van deze gemiddelde uitkomst afwijken.

**In de stresstestscenario's zijn de ernst en duur van de coronapandemie de belangrijkste drijfveer voor de verslechterende economie.**

Momenteel tasten virologen omtrent veel aspecten van het coronavirus nog in het duister. Ondanks de recente versoepelingen van de *lockdown* valt niet uit te sluiten dat we nog een lange periode met het virus rekening moeten houden. Een pandemie die nog minstens een jaar duurt, is daarbij niet ondenkbaar. Dit zou ook in lijn zijn met de ervaringen tijdens eerdere pandemieën zoals bijvoorbeeld de Spaanse griep. Deze pandemie brak uit in het voorjaar van 1918 en nam later dat jaar nog in hevigheid toe. In sommige landen, waaronder Nederland, waarde het griepvirus tot in 1920 rond. Hoewel de

omstandigheden momenteel beduidend anders zijn en de medische zorg sterk verbeterd is, zal een pandemie die nog een jaar voortduurt met grote financieel-economische schokken gepaard gaan. Vanwege de schok op de economie, wegvallend vertrouwen en vertragingen in de productieketens zullen de economische gevolgen ervan langer duren dan de medische crisis.

**De gemiddelde CET1-ratio van Nederlandse banken kan in het stresstestscenario 'zwaar' dalen met 5,5%-punt.** Uit de analyse met het stresstestmodel Cassandra<sup>4</sup> volgt, dat deze daling vooral komt door oplopende kredietverliezen en een stijging van de kredietrisico's. Hoewel er sprake van druk op de winstgevendheid is, draagt deze vanwege positieve netto-rentebaten (NII) en betalingen van klanten voor bankdiensten (NFCI) nog positief bij aan de ontwikkeling van de CET1-ratio. Kredietverliezen hebben een negatieve CET1-impact van 3,4%-punt in

stresstestscenario 'zwaar', wat overeen komt met kredietverliezen van EUR 23 miljard. De kapitaalpositie verzwakt ook door een toename van de *risk exposure amount* (met 2,9%-punt) en verliezen door marktrisico's (1,2%-punt). In het *perfect storm* scenario zouden de kredietverliezen theoretisch op kunnen lopen tot EUR 39 miljard. In dat geval zullen banken de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens moeten terugschroeven, om verliezen tijdig te beperken.

**Bestaande overheidsgaranties op bankleningen en moratoria op leningen zijn meegenomen in de doorrekening van de stresstestscenario's.** Daarnaast gaan we in beginsel uit van een statische balans en abstraheren we van mogelijke fundingproblemen. De relatie tussen de conjunctuur en kredietverliezen in het stresstestmodel is geschat inclusief effecten van bestaande overheidsgarantieregelingen zoals bijvoorbeeld

<sup>4</sup> Cassandra is het top-down stresstest model van DNB. Zie voor details Daniëls, T., Duijm, P., Liedorp, F. and Mokas, D. (2017), A top-down stress testing framework for the Dutch banking sector, DNB Occasional Studies 2017 No. 3.

# Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen:

## Inleiding

de BMKB, de GO en de NHG<sup>5</sup>. Door de aanname van een statische balans worden moratoria impliciet meegenomen<sup>6</sup> en veronderstellen we in beginsel dat *deleveraging* niet optreedt. Daarnaast werken automatische stabilisatoren (bijvoorbeeld werkloosheidsuitkeringen) en wordt er rekening gehouden met reeds aangekondigde overheidsmaatregelen, zoals bijvoorbeeld de NOW-regeling.<sup>7</sup> Een eventuele verdere verruiming of verlenging van deze maatregelen is niet meegenomen. Ten slotte wordt er verondersteld dat de financieringsstructuur van banken gedurende de stresstesthorizon gelijk blijft en is aangenomen dat er geen liquiditeitsstress optreedt gegeven

het momenteel ruime monetaire beleid in het eurogebied.

**Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd.** Eerst volgt een beschrijving van de doorwerking van een pandemie op de macrofinanciële sfeer. Vervolgens wordt een beschrijving gegeven van de macro-economische context in de twee stresstestscenario's. Hierna worden de uitkomsten beschreven. De laatste sectie concludeert en gaat in op implicaties voor de financiële intermediatie, wanneer banken zich genoodzaakt zien de kredietverlening te beperken indien staatrisico's zich zouden materialiseren.

<sup>5</sup> De recente uitbreiding van de reikwijdte van sommige van deze overheidsgaranties (bv. BMKB-C, zie [www.rvo.nl](http://www.rvo.nl)) hebben we niet mee kunnen nemen, omdat die vooralsnog niet voor de hele beschouwde periode zijn afgekondigd. Aangezien de verruimde garantieregelingen echter vooralsnog beperkt gebruikt zijn, resulteert hierdoor slechts een beperkte overschatting van kredietverliezen. Zo was eind mei rond de 10% van de kredietverlening sinds begin maart verstrekt onder de verruimde garantieregelingen (NVB Corona Monitor 29 mei 2020, [www.nvb.nl](http://www.nvb.nl))

<sup>6</sup> Wanneer bij een stresstest wordt uitgegaan van een statische balans, worden leningen die tijdens de stresstestscenariohorizon aflopen verondersteld te worden vervangen door leningen van eenzelfde looptijd en kwaliteit. De facto is dit hetzelfde als het uitstellen van aflossingen.

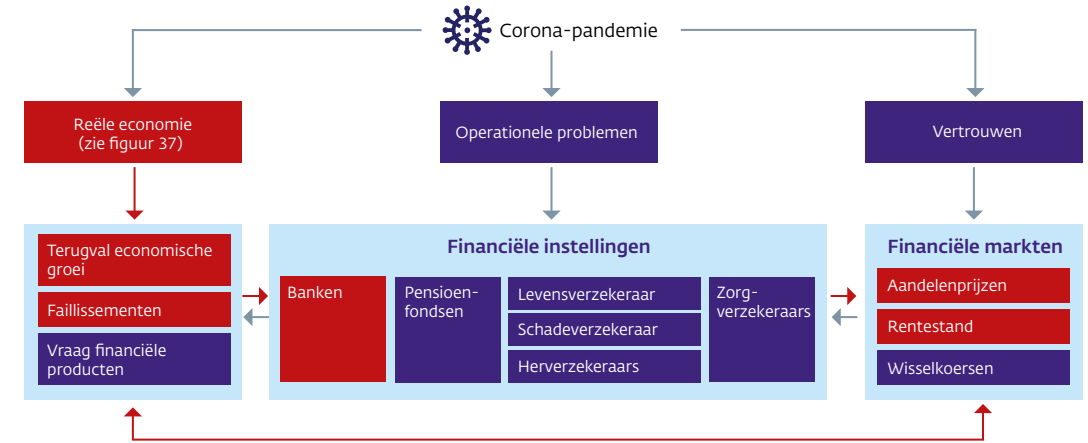
<sup>7</sup> <https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/coronavirus-financiele-regelingen/overzicht-financiele-regelingen/nov>



# Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen: Hoe werkt een pandemie door op de macrofinanciële sfeer?

**Een pandemie raakt zowel de financiële sfeer als de reële economie.** Om deze kanalen te beschrijven, volgen we twee eerdere DNB-publicaties.<sup>8</sup> Figuur 36 geeft een overzicht van de kanalen hoe de coronapandemie de financiële sfeer raakt. Een eerste kanaal is het vertrouwen. De terugval in het vertrouwen was vooral zichtbaar in de eerste fase van de pandemie. Wereldwijd daalden beurskoersen, nam de volatiliteit toe en stegen risicopremies. Vanaf medio maart kregen banken ook te maken met de tweede, operationele dimensie. Het merendeel van het werk moest vanuit huis gebeuren, terwijl veel werknemers daarnaast ook de zorg voor kinderen of ouders moesten organiseren. Een derde kanaal betreft de verschillende effecten op de reële economie, weergegeven in rood in figuur 36. De afnemende groei, oplopende werkloosheid en toenemende onzekerheid zorgt hierbij vanuit het perspectief van banken voor een toename van kredietrisico's en teruglopende inkomsten.

Figuur 36 De doorwerking van de corona pandemie op de bankensector



**Dit hoofdstuk focust op de doorwerking van de coronapandemie via de macro-economie op Nederlandse banken.** Dit betekent dat wij ons vooral richten op de rood gemarkeerde elementen uit figuur 36: hoe raakt de

verslechterde macro-economische omgeving (reële economie en financiële markten) de kapitaalpositie van banken? We kijken hier naar zogeheten eerste-ronde effecten. Dit betekent dat een mogelijke *deleveraging* door banken

<sup>8</sup> Te weten: DNB (2006a). Griep pandemie: potentiële bedreiging voor economie en financieel systeem. Kwartaalbericht, maart, pp. 55-65. En: DNB (2006b). Griep pandemie: gevolgen voor economie en financiële instellingen. Overzicht Financiële Stabieliteit, september, pp. 19-20.

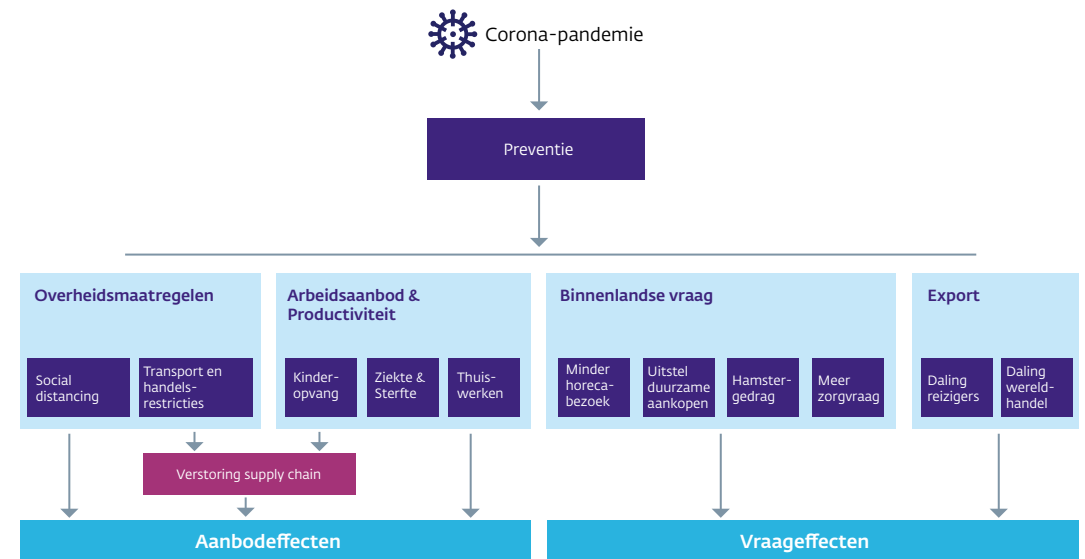
# Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen: Hoe werkt een pandemie door op de macrofinanciële sfeer?

in reactie op de verslechterde economie in eerste instantie buiten beschouwing blijft. Deze aanname zal nog nader in beeld komen, wanneer de uitkomsten van het *perfect storm* scenario worden besproken. Ook kijken we niet naar de effecten van de pandemie op andere financiële instellingen.

**De effecten op de reële economie hangen samen met zowel aanbod- als vraageffecten.**

Figuur 37 geeft een overzicht. De vraaguitval wordt onder meer veroorzaakt doordat consumenten duurzame aankopen uitstellen en minder geld uit kunnen geven aan zaken als restaurants, cultuur en uitgaan. Ook zijn bedrijven minder geneigd te investeren door de verslechterde economische vooruitzichten. Door het terugvallen van de internationale handel daalt ook de Nederlandse export. Tegenover deze uitval staat wel een mogelijk toenemende vraag naar medische zorg, evenals een grotere vraag naar levensmiddelen en ICT-producten om

Figuur 37 De doorwerking van de corona-pandemie op de reële economie



het thuiswerken te faciliteren. De verstoringen aan de aanbodzijde volgen ten eerste uit de afnemende productiviteit door ziekte en de omschakeling naar thuiswerken. Ook spelen

aan de aanbodzijde de maatregelen die sociale interacties afremmen en verstoringen in de wereldwijde productieketens een belangrijke rol.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

# Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen: Macro-economische kalibratie

**De stresstestscenario's veronderstellen dat stringente maatregelen in de strijd tegen het coronavirus nog tot zeker medio 2021 nodig zullen zijn.** Hierbij geldt dat dit geen voorspelling is, maar een veronderstelling om de stresstestscenario's vorm te geven. Impliciet zou deze veronderstelling bijvoorbeeld kunnen betekenen dat er voorlopig nog geen vaccin tegen het coronavirus wordt gevonden, zodat strenge maatregelen omtrent *social distancing* nodig blijven. Zo stellen experts dat een pandemie die nog minstens een jaar duurt niet ondenkbaar is. Een belangrijk verschil tussen beide stresstestscenario's is, dat het *perfect storm* stresstestscenario nog somberder is over een mogelijke heropleving van het virus, de bijkomende economische schade en het aanpassingsvermogen van de economie. Pas als ontwikkelingen op al deze dimensies tegen zouden zitten, zouden we in een dergelijk *perfect storm* scenario terecht komen.

**Een pandemie die nog een jaar voortduurt, zou met uitzonderlijk grote financieel-economische schokken gepaard gaan.** In het kielzog van de coronapandemie zijn de financieel-economische effecten al duidelijk zichtbaar. Zo is sinds medio maart de wereldhandel fors teruggevallen en zijn maatstaven voor consumenten- en producentenvertrouwen sterk gedaald. Om een consistente kalibratie van de financieel-economische context te verkrijgen voor de stresstest, is gebruik gemaakt van het macro-econometrische model DELFI.<sup>9</sup>

**Met DELFI is het verloop van de macro-economische variabelen gekwantificeerd voor beide stresstestscenario's.** Details over de kalibratie voor stresstestscenario 'zwaar' zijn beschreven in de Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten. Een belangrijk verschil met 'zwaar' is dat het *perfect storm* scenario uitgaat van een wereldwijd L-vormige bbp-ontwikkeling, die is gekalibreerd met het model

NiGEM. Dit L-vormig patroon is gebaseerd op de veronderstelling dat de periode met maatregelen omtrent *social distancing* tot medio 2021 duurt, met additionele macrofinanciële stress, bijvoorbeeld via hogere risicopremies. Door dit alles is in *perfect storm* ook besloten dat in de eerste helft van 2020 een zware recessie optreedt, maar het scenario onderscheidt zich doordat de recessie langer aanhoudt. In stresstestscenario 'zwaar' herstelt bijvoorbeeld de wereldhandel in 2021, in *perfect storm* nog niet. Met dit specifieke verloop omvat stresstestscenario *perfect storm* bij uitstek staartrisico's.

**De twee stresstestscenario's zijn bedoeld om kwetsbaarheden in de financiële sfeer aan het licht te brengen indien staartrisico's zich materialiseren.** Het gaat hierbij uitdrukkelijk niet om het geven van een voorspelling ten aanzien van de economische effecten van corona. Ook kan er, gegeven de

<sup>9</sup> Zie Berben et al. (2018), DELFI 2.0, DNB's Macroeconomic Policy Model of the Netherlands. DNB Occasional Study 5.

# Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen: Macro-economische kalibratie

onzekerheid, geen waarschijnlijkheid aan de twee stresstestscenario's worden verbonden. De stresstestscenario's gaan beide uit van uitzonderlijk tegenvallende, maar nog wel plausibele ontwikkelingen rondom corona, waarbij het *perfect storm* stresstestscenario extremere staartrisico's verkent. Er is gekozen voor de kalibratie van twee stresstestscenario's om recht te doen aan de grote onzekerheid. Het gebruik van DELFI helpt om de stresstestscenario's intern consistent te maken, wat nodig is om valide uitgangspunten voor het top-down stresstest model Cassandra te genereren.

**In beide stresstestscenario's ligt een forse krimp van het Nederlandse bbp in 2020 besloten als gevolg van de corona uitbraak.**

In 2020 is de bbp-krimp 11,8% in 'zwaar' en komt de bbp-groei in 2021 en 2022 vervolgens uit op, respectievelijk, 2,2% en 4,6%. In het *perfect storm* scenario krimpt het bbp in 2020 met 10,2% en

in 2021 met 4,2%. Pas in 2022 is er een beperkte groei van 1,4%. De werkloosheid bedraagt 5,0% in 2020 in 'zwaar', stijgt naar 9,2% in 2021 en daalt daarna naar 8,0% in 2022. In *perfect storm* is de werkloosheid 5,0% in 2020, waarna deze stijgt tot 10,2% in 2021 en 11,4% in 2022.

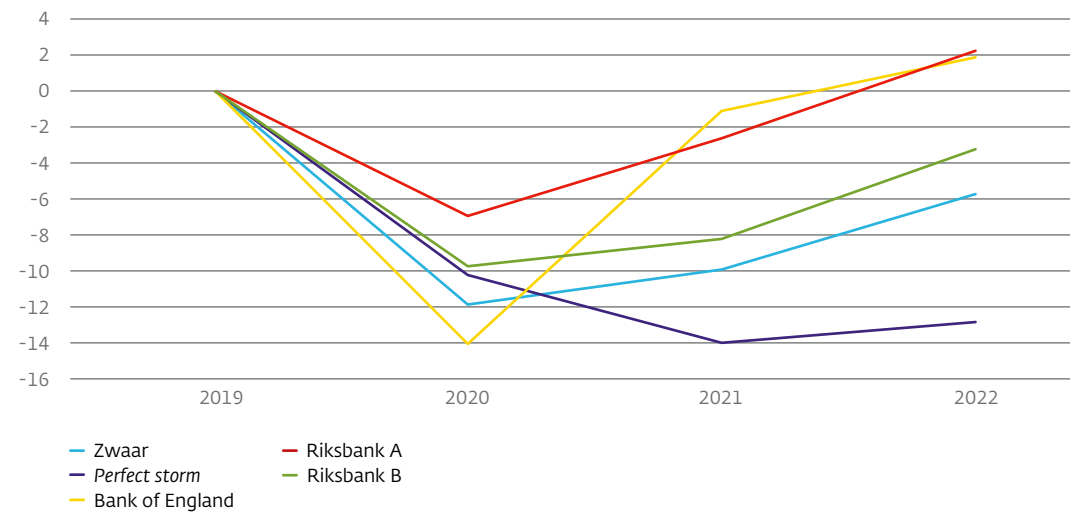
**De twee stresstestscenario's kennen een verschillend bbp-verloop, waarbij het verloop in 'zwaar' het meeste wegheeft van een V-patroon en dat in perfect storm van een L-patroon.** Figuur 38 geeft het bbp-niveau van 'zwaar' (lichtblauwe lijn) en *perfect storm* (paarse lijn) gedurende 2020-2022 ten opzichte van het bbp-niveau in 2019 weer. Het bbp is in 'zwaar' eind 2022 bijna 6% lager dan in 2019 en in *perfect storm* zelfs 13% lager dan in 2019. Ter vergelijking is ook het veronderstelde bbp-verloop in recente stresstesten van de Bank of England en de Zweedse Riksbank weergegeven.<sup>10</sup> De Bank of England hanteerde hierbij één scenario, de

Riksbank twee scenario's. De krimp in 'zwaar' in 2020 ligt tussen de krimp in het Bank of England scenario en die in scenario B van de Riksbank. Het bbp-verloop over de stresstesthorizon in scenario 'zwaar' lijkt op de V-vorm die de Bank of England en de Riksbank hanteren, maar die scenario's gaan wel uit van een sterker herstel in 2021 en 2022. Het bbp-verloop in stresstestscenario *perfect storm* is min of meer L-vormig. De initiële bbp-krimp in *perfect storm* ligt met 10,2% tussen het Riksbank scenario B en stresstestscenario 'zwaar' in. Het *perfect storm* scenario valt vooral door de duur van de recessie relatief streng uit in vergelijking met de andere vier scenario's, wat in lijn is met het idee om met dit scenario extremere staartrisico's te verkennen. Hierbij illustreert *perfect storm* hoe een langdurige krimp het Nederlandse bankwezen raakt ondanks een initieel iets minder diepe schok in 2020.

<sup>10</sup> Zie Bank of England Interim Financial Stability Report May 2020 en Riksbank Financial Stability Report 2020:1. Net als in het geval van DNB zijn deze stresstesten top-down uitgevoerd, dat wil zeggen op basis van stresstestmodellen van de centrale banken zelf.

## Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen: Macro-economische kalibratie

Figuur 38 BBP-niveau t.o.v 2019 (in %) in recente stresstesten



Toelichting: BBP-cijfers hebben betrekking op Nederland ('Zwaar' en *Perfect storm*), het Verenigd Koninkrijk (Bank of England) en Zweden (Riksbank A en Riksbank B).

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest

# Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen: Stresstestuitkomsten

**DNB's top-down stresstestmodel Cassandra is vervolgens gebruikt om de impact op de kapitaalpositie van het Nederlandse bankwezen te berekenen.** Cassandra is het model dat DNB regulier inzet om top-down stresstesten uit te voeren.<sup>11</sup> Zo is dit model bijvoorbeeld gebruikt voor een analyse van risico's van een disruptieve energietransitie.<sup>12</sup> Met Cassandra kunnen gevolgen voor diverse determinanten van de kapitaalpositie, zoals kredietverliezen of risicogewichten, worden gekwantificeerd. De berekeningen zijn voor de geconsolideerde bankbalans gemaakt.

**De resultaten laten zien dat in stresstest-scenario 'zwaar' de gemiddelde CET1-ratio tot eind 2022 met 5,5%-punt daalt wat overeenkomt met een gemiddelde daling van**

**de leverage ratio's met 0,7%-punt.**<sup>13</sup> Figuur 39 laat zien dat de belangrijkste oorzaak van deze daling van de CET1-ratio de kredietverliezen alsmede de toename in kredietrisico's (risk exposure amounts) zijn, waarbij verliezen vanwege het materialiseren van marktrisico's een kleinere rol spelen. Daarnaast hebben de belangrijkste bronnen van de winstgevendheid van Nederlandse banken, de netto rentebaten en het net fee and commission income (nfc), weliswaar een positieve bijdrage, maar is deze bijdrage beperkter dan voor de coronacrisis. Tot slot moet opgemerkt worden dat aangenomen is dat banken gedurende het gehele stresstestscenario geen dividend uitkeren en dat eventueel gegenereerde *deferred tax assets* niet meetellen als CET1-kapitaal.<sup>14</sup>

**Om de impact op winstgevendheid in te schatten, gebruiken we onder meer geschatte modellen voor de netto rentebaten en het net fee and commission income (nfc).** Met deze econometrische modellen kunnen we een raming geven van deze twee inkomensstromen op basis van de macro-economische condities in de stresstest. Volgens de geschatte modellen dalen de netto rentebaten primair door de verslechterde conjunctuur. In de stresstest blijven korte rentes min of meer constant, waardoor er slechts beperkt sprake is van druk op deze *funding*-kosten. De bijdrage van het *nfc* staat onder druk door de verslechterde beursontwikkelingen en de terugval in de conjunctuur.

<sup>11</sup> Daniëls, T., Duijm, P., Liedorp, F. and Mokas, D. (2017), A top-down stress testing framework for the Dutch banking sector, DNB Occasional Studies 2017 No. 3.

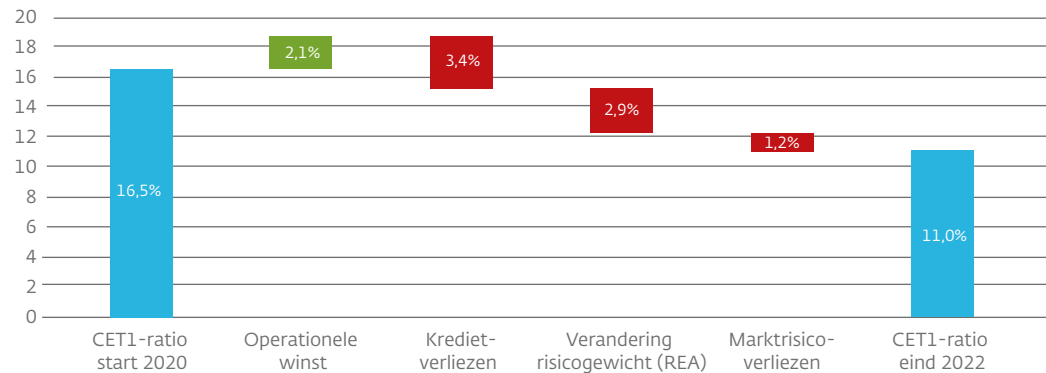
<sup>12</sup> Vermeulen, R., Schets, E., Lohuis, M., Kölbl, B., Jansen, D., Heeringa, W., 2018. An energy transition risk stress test for the financial system of the Netherlands. DNB Occasional Studies No 16-7.

<sup>13</sup> Merk op dat de leverage ratio op basis van Tier 1 kapitaal berekend wordt en niet het CET1-kapitaal.

<sup>14</sup> Voor details, zie ook paragraaf 485 - 488 uit de EBA 2020 Stresstest Methodological Note. De aanname bij deze stresstest is dus dat eventuele DTAs ten last gaan van toekomstige winsten en niet voortvloeien uit tijdelijke verschillen.

# Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen: Stresstestuitkomsten

Figuur 39 Waterval ontwikkeling CET1-kapitaalratio in stresstestscenario 'zwaar'



Bron: DNB berekeningen.

Operationele winst is de winst voor krediet- en marktrisicoverliezen. Verandering risicogewicht (REA) behelst de REA verandering door toename van krediet-, markt- en operationele risico's.

**Daarnaast wordt de winstgevendheid gedrukt door een toename van operationele risico's.** Vanwege de uitzonderlijke uitdagingen

met betrekking tot het organiseren van bedrijfsprocessen op afstand nemen operationele risico's toe. Denk hierbij bijvoorbeeld aan

verstoring in kritieke processen en cyberrisico's. Om een inschatting voor operationele risico's te maken, zijn de uitkomsten van de EBA 2018 stresstest als startpunt genomen, met een specifieke focus op bovengenoemde risico's. Dit alles samen genomen, draagt de winst- en verliesrekening (voor krediet- en marktrisicoverliezen) 2,1%-punt positief bij aan de ontwikkeling van de CET1-ratio.

**De verslechterde economie resulteert in sterk oplopende kredietverliezen.** Kredietverliezen worden volgens de IFRS9 boekhoudregels gemodelleerd, waardoor er al extra voorzieningen worden getroffen wanneer leningen een verhoogd risico krijgen. Deze leningen migreren dan van Stage 1 naar Stage 2.<sup>15</sup> Dit raakt banken, omdat voor Stage 2 leningen voorzieningen voor *lifetime losses* genomen dienen te worden waarbij de toekomstige ontwikkeling van de

<sup>15</sup> In deze stresstest wordt geen rekening gehouden met aanpassingen in de interpretatie van IFRS9 boekhoudregels, zoals bijvoorbeeld besproken door Andrea Enria (Zie brief "IFRS 9 in the context of the coronavirus (COVID-19) pandemic", 1 april 2020). Belangrijke kanttekening is dat IFRS9 boekhoudregels geen invloed hebben op de uiteindelijke kredietverliezen, alleen op het moment wanneer een bank deze verliezen moet nemen.

# Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen: Stresstestuitkomsten

economie in beide stresstestscenario's wordt meegenomen. De daadwerkelijke afschrijvingen kunnen zich gedurende 2021, 2022 of verdere jaren materialiseren. Bij het berekenen van de uitkomsten wordt geen rekening gehouden met mitigerende implementatiepaden en worden de resultaten als *fully loaded* gepresenteerd. Op basis van deze uitgangspunten kunnen kredietverliezen oplopen tot EUR 23 miljard. Hiermee zijn kredietverliezen de belangrijkste reden van de verslechtering van de CET1-ratio en verlagen deze met 3,4%-punt.

**Kredietverliezen concentreren zich in de leningen aan bedrijven, terwijl deze voor de hypotheekportefeuille gedurende 2020-2022 nog relatief beperkt zijn.**

Grofweg twee-derde van de kredietverliezen concentreert zich in leningen aan bedrijven. Dit behelst de kredietportefeuilles corporate, corporate-SME en retail-SME. De relatief

beperkte verliezen uit hypotheekleningen komen door de sterke betalingsmoraal van Nederlanders, inkomensvangnetten zoals de WW en verschillende factoren die de verliezen voor banken beperken (bijvoorbeeld de onderpandwaarde van het huis en NHG). Huishoudens passen wel hun overige consumptieve bestedingen aan wat in de macro input is meegenomen. Daarnaast duurt het enige tijd eer het dieptepunt in de woningmarkt bereikt is. Na de kredietcrisis van 2007-2008 werd het dieptepunt in de woningmarkt pas in 2013 bereikt. Kredietverliezen voor hypotheekleningen zullen daarom in de jaren na 2022 nog kunnen oplopen.

**Naast kredietverliezen nemen ook kredietrisico's sterk toe, wat zich vertaalt in oplopende risk exposure amounts (REA).** Om de REA te bepalen is gebruik gemaakt van de formules zoals bepaald in de Bazelse regelgeving voor banken. Kredietrisico's lopen sterk op

in de stresstestscenario's omdat de kans op wanbetaling van bestaande leningen en het verwachte verlies bij wanbetaling toenemen, wat resulteert in een stijging van de REA. De REA voor kredietrisico's neemt met 20% toe. Voornamelijk deze stijgende kredietrisico's en voor een kleiner deel oplopende markt- en operationele risico's verlagen de gemiddelde CET1-ratio met 2,9%-punt.

**De bijdrage van toenemende marktrisico's zijn gemiddeld genomen niet de grootste voor het Nederlandse bankwezen, maar relevant genoeg om mee te nemen in het totaalbeeld.**

Zo had marktrisico in de EBA 2018 stresstest bijvoorbeeld nog een gemiddelde CET1-impact van 1,2%-punt voor de vier Nederlandse banken die deelnamen aan deze stresstest.<sup>16</sup> Juist in de huidige situatie kunnen marktrisico's (denk bijvoorbeeld aan mogelijke problemen bij tegenpartijen of omtrent derivatenposities)

<sup>16</sup> ABN AMRO, ING Bank, Rabobank en Bank Nederlandse Gemeenten namen deel aan de EBA 2018 stresstest. Zie voor meer informatie: <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-stress-testing/2018>



## Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen: Stresstestuitkomsten

een belangrijke rol spelen. Om de verliezen door het materialiseren van deze risico's te bepalen, gebruiken wij als startpunt de impact van marktrisico uit de 2018 EBA-stresstest voor de huidige stresstest. Hierbij is ervoor gekozen om de impact gelijk te stellen aan de EBA 2018 stresstest.

**De kredietverliezen in het perfect storm stresstestscenario kunnen theoretisch oplopen tot EUR 39 miljard, maar banken zullen eerder ingrijpen om dit te voorkomen.**

Een theoretisch verlies van EUR 39 miljard zou in deze analyse gelijk staan aan ruwweg een derde van het beschikbare CET1-kapitaal. In zo'n

scenario moeten banken de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens gaan terugschroeven en hun operationele kosten sterk verlagen, om dreigende verliezen te beperken en te voorkomen dat hun kapitaalratio's oncomfortabel dicht bij de minimumeisen komen. De banken kunnen dan hun rol in de financiële intermediatie niet meer goed vervullen, waardoor de economische schade verder toeneemt. Bij een dergelijke oploop van kredietverliezen is de aanname van een statische balans niet meer realistisch. Daarmee is een verdere duiding van factoren die de kapitaalpositie zouden kunnen beïnvloeden niet zinvol.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Als de aanname van een statische balans niet meer realistisch lijkt, zullen aannames gemaakt moeten worden over de precieze manier van balansverkleining. Dit valt buiten het bestek van het stresstestmodel Cassandra.

## Een pandemiestresstest voor het Nederlandse bankwezen: Conclusies

**De coronapandemie raakt de kapitaalpositie van Nederlandse banken wanneer staatrisico's zich materialiseren.** Gemiddeld genomen kan de CET1-ratio van het Nederlandse bankwezen met 5,5%-punt dalen in een zwaar stresstestscenario. Wat betreft de opbouw van deze impact, zien we dat deze CET1-ratio dalingen primair worden veroorzaakt door oplopende kredietverliezen, een stijging van de *risk exposure amount* en druk op winstgevendheid. Daarnaast veroorzaken het materialiseren van marktrisico's een verdere

daling van de kapitaalratio's. In een *perfect storm* stresstestscenario waar een economisch herstel gedurende 2021 ook nog uitblijft, kunnen kredietverliezen dusdanig hoog oplopen dat de financiële intermediatie rol van banken in het gedrang komt. Banken zullen in zo'n scenario zich namelijk sterk richten op kostenreductie en verkleining van de balansomvang teineinde verliezen te beperken. Dat zou echter met een beperking van de kredietverlening gepaard gaan, wat uit economisch oogpunt onwenselijk is.

Risicobeeld

Risicokaart

Pandemiestresstest