



Risicorapportage Financiële Markten 2024

De grootste risico's voor de Nederlandse economie en financiële stabiliteit zijn de huidige geopolitieke spanningen.

Dit komt vooral door de internationale verwevenheid van onze economie.

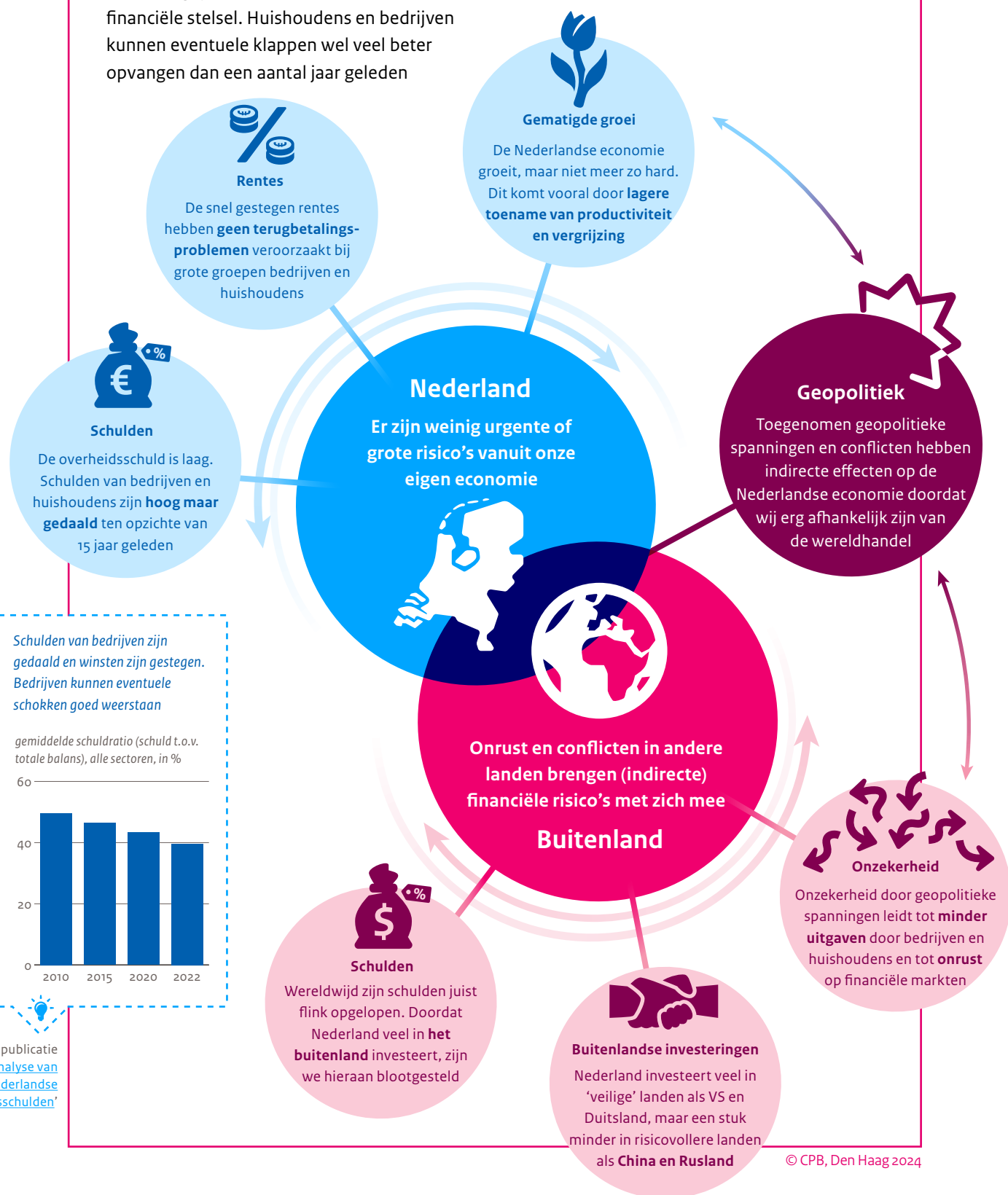
Mondiaal zijn ook oplopende schulden een risico.

Dat kan Nederland raken via onze grote investeringspositie in het buitenland. Al beleggen wij wel vooral in veilige landen.

Huishoudens en bedrijven kunnen eventuele klappen beter opvangen dan enkele jaren geleden. Vooral bedrijven hebben hun schulden sterk afgebouwd. Mede hierdoor heeft de snelle stijging van de rente geen grote problemen opgeleverd voor de financiële stabiliteit.

Risico's vooral uit het buitenland

Geopolitieke spanningen vormen op dit moment het belangrijkste risico voor het Nederlandse financiële stelsel. Huishoudens en bedrijven kunnen eventuele klappen wel veel beter opvangen dan een aantal jaar geleden



Renten
De snel gestegen rentes hebben **geen terugbetalingsproblemen** veroorzaakt bij grote groepen bedrijven en huishoudens

Gematigde groei
De Nederlandse economie groeit, maar niet meer zo hard. Dit komt vooral door **lagere toename van productiviteit en vergrijzing**

Geopolitiek
Toegenomen geopolitieke spanningen en conflicten hebben indirecte effecten op de Nederlandse economie doordat wij erg afhankelijk zijn van de wereldhandel

Nederland
Er zijn weinig urgente of grote risico's vanuit onze eigen economie

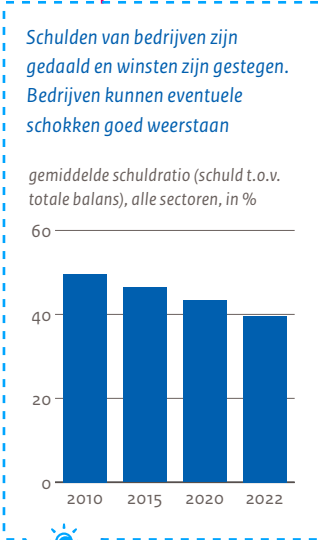
Buitenland
Onrust en conflicten in andere landen brengen (indirecte) financiële risico's met zich mee

Onzekerheid
Onzekerheid door geopolitieke spanningen leidt tot **minder uitgaven** door bedrijven en huishoudens en tot **onrust** op financiële markten

Schulden
De overheidsschuld is laag. Schulden van bedrijven en huishoudens zijn **hoog maar gedaald** ten opzichte van 15 jaar geleden

Schulden
Wereldwijd zijn schulden juist flink opgelopen. Doordat Nederland veel in **het buitenland** investeert, zijn we hieraan blootgesteld

Buitenlandse investeringen
Nederland investeert veel in 'veilige' landen als VS en Duitsland, maar een stuk minder in risicovollere landen als **China en Rusland**



Zie publicatie ['Een analyse van Nederlandse bedrijfsschulden'](#)

1 Inleiding

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

Deze rapportage richt zich op drie brede risicogebieden ten aanzien van de financiële stabiliteit.

Allereerst richten wij ons op de macro-economische risico's die vanuit de reële economie kunnen ontstaan met een mogelijke weerslag op de financiële sector (hoofdstuk 3). Vervolgens bespreken we de recent gestegen rentes, waardoor er zorgen zijn over de invloed hiervan op de schuldposities van huishoudens, bedrijven en overheden (hoofdstuk 4). In het laatste hoofdstuk onderzoeken we de risico's van ontwikkelingen in binnen- en buitenlandse schulden, en de mate waarin Nederland is blootgesteld aan schuld gerelateerde risico's in het buitenland (hoofdstuk 5). Hiermee geven wij ook invulling aan het verzoek vanuit de Tweede Kamer om een studie te doen naar de risico's van de mondiale schuldenlast.¹ In de nevenpublicatie (Lammers et al, 2024) belichten we de financiële risico's van bedrijfsschulden, mede gezien de recent gestegen rentes voor bedrijven.

In deze rapportage richten we ons op de risico's voor het financiële systeem die – sinds de vorige risicorapportage – het sterkst zijn toegenomen. Veel van de problemen uit de afgelopen risicorapportages zijn nog steeds actueel. Voor uitgebreidere analyses verwijzen we naar de vorige risicorapportages.

¹ Zie motie Gündoğan-Omtzigt (Kamerstukken II, 21501-20, nr. 1938, 2023). Met deze rapportage beschouwen wij deze motie als afgedaan.

2 Hoofdboodschappen

De Nederlandse economie is veerkrachtig gebleken tijdens de coronapandemie en energiecrisis, en keert terug naar een gematigd groeipad. Huishoudens, bedrijven en financiële instellingen hebben de coronapandemie en energiecrisis goed doorstaan. In de nasleep van deze crises bleef de economie groeien en bleef de werkloosheid historisch laag. Het afgelopen jaar waren er echter tekenen van afkoeling van de economie te zien: een afname in de consumptie en uitvoer, dalende bedrijfsinvesteringen en een stijgend aantal faillissementen. De verwachting is dat Nederland op de middellange termijn gematigde economische groei laat zien door een lagere groei van het arbeidsaanbod en een beperkte arbeidsproductiviteitsgroei. Deze groeivertraging en lage productiviteitsgroei zijn niet alleen een Nederlands fenomeen, het is in de hele Eurozone en ook mondiaal te zien. Voor landen met hoge schulden is een groeivertraging een groter probleem, omdat het de overheidsfinanciën verder onder druk zet.

Het belangrijkste risico voor de economische groei komt van geopolitieke spanningen. Nederland is economisch en financieel sterk verweven met het buitenland. Geopolitieke spanningen kunnen negatieve gevolgen hebben voor de Nederlandse economie. Denk daarbij aan een handelsoorlog tussen de Verenigde Staten (VS) en China, of oplopende spanningen tussen China en Taiwan. De fragmentatie van de internationale handel en het toenemen van handelsbarrières en -sancties die zulke conflicten met zich meebrengen, vormen een rem op de economische activiteit en hebben inflatoire effecten. Reële inkomens en winsten vallen dan lager uit. Sommige bedrijfstakken worden harder geraakt dan andere, bijvoorbeeld takken die sterk afhankelijk zijn van productie in China of gas uit Rusland. Daarnaast zorgen geopolitieke spanningen ook voor veel onzekerheid. Bedrijven investeren minder en huishoudens sparen meer, wat een negatief effect heeft op de economische groei.

De snelle stijging van de rente heeft tot dusver niet tot grote problemen geleid voor de Nederlandse financiële stabiliteit. De snelle stijging van de rente komt door de renteverhoging van de Europese Centrale Bank (ECB) om de hoge inflatie te bestrijden. Vooralsnog heeft de rentestijging niet geleid tot grote kredietverliezen of grote afwaarderingen van activawaarden. Wel zijn vastrentende waarden, zoals reeds uitgegeven obligaties, in 2023 gedaald; ook huizenprijzen zijn kortstondig gedaald. Sinds 2024 stijgen deze activa weer in waarde. Een hogere rente maakt, vooral als deze lang aanhoudt, het aangaan, herfinancieren en afbetalen van leningen duurder. Daarnaast zorgen hogere rentes ervoor dat financiële instellingen hun activa moeten afwaarderen. Een hogere rente heeft ook positieve effecten op de financiële stabiliteit, omdat de financiële positie van banken en pensioenfondsen verbetert.

Naar verwachting keert de rente op de (middel)lange termijn terug naar een in historisch perspectief laag niveau, wat weer andere risico's voor de financiële stabiliteit met zich meebrengt. Onze analyse schat dat de reële rente op termijn onder de 0% blijft door structurele factoren, zoals de lage productiviteitsgroei en de vergrijzing. Een langdurig lage rente, een bekend fenomeen uit de periode tussen de kredietcrisis en coronapandemie, gaat gepaard met financiële stabiliteitsrisico's. Investeerders nemen doorgaans meer risico's, omdat zij op zoek gaan naar een hoger rendement (*search for yield*). Ook blijven bedrijven met lage productiviteit makkelijker voortbestaan, omdat de kosten van lenen relatief laag zijn, waardoor de kans op overleving groter is. Kredietverstrekking aan deze bedrijven heeft een drukkende werking op economische groei. Bovendien is het monetair beleid minder effectief (*zero lower bound*).

De Nederlandse financiële positie is op dit moment gunstig. Hoewel de schulden van Nederlandse huishoudens en bedrijven in internationaal perspectief hoog blijven, zijn ze niet direct reden tot zorg. Huishoudens en bedrijven bezitten namelijk óók veel vermogen. Bovendien is de schuldenpositie van

huishoudens en bedrijven ten opzichte van het bbp substantieel gedaald sinds de financiële en eurocrisis, onder meer door de sterke stijging van inflatie en de afbouw van schulden. Ook op individueel bedrijfsniveau is een dalende trend in de schuldenratio's waarneembaar, laat de analyse in de nevenpublicatie zien. Dit komt met name door een sterke toename in het eigen vermogen. Er is nog wel een kleine groep bedrijven met problematische schulden. Dit zijn veelal verlieslatende, jonge bedrijven met weinig onderpand. De afname in schuldratio's stelt huishoudens en bedrijven beter in staat om mogelijke toekomstige klappen op te vangen. Ook de Nederlandse overheidsschuld ten opzichte van het bbp is laag. Bij ongewijzigd beleid zal de schuldquote de komende jaren de overheidsschuld echter gestaag toenemen. Dit komt vooral door extra uitgaven op het terrein van gezondheidszorg, sociale zekerheid en defensie, die niet volledig worden gecompenseerd door lastenstijgingen of ombuigingen op andere terreinen. Deze voorziene stijging van de staatsschuld maakt Nederland in de toekomst minder weerbaar voor mogelijke toekomstige crises.

De risico's voor de financiële stabiliteit van de internationale economische verwevenheid zijn groter dan die van de directe buitenlandse investeringen. Nederland is zowel direct, via grensoverschrijdende investeringen, als indirect, via economische verwevenheden, blootgesteld aan risico's in het buitenland, en met name fors oplopende schulden. Uit onze analyse blijkt dat het voornamelijk de indirecte kanalen zijn die problemen kunnen vormen voor de financiële stabiliteit. In vergelijking met andere landen investeren Nederlandse huishoudens en bedrijven veel in het buitenland, bijvoorbeeld via onze pensioenfondsen. Daarmee is Nederland relatief fors blootgesteld aan de groeiende mondiale schuld. Wanneer buitenlandse bezittingen minder waard worden, raakt dit investerende Nederlanders direct in de portemonnee. Het overgrote deel van deze investeringen wordt echter gedaan in relatief veilige, geïndustrialiseerde landen zoals de VS, het Verenigd Koninkrijk (VK) en Duitsland. We zijn ook indirect blootgesteld aan waardeverminderingen in het buitenland, doordat de Nederlandse economie een sterk internationaal karakter heeft. Als er elders in de wereld sprake is van economische schokken, en schuldhoudbaarheid in het geding komt, kan dit ons raken via afnemende exporten, toegenomen onzekerheid en/of onrust op financiële markten. Deze indirecte blootstellingen vormen een groter risico voor de Nederlandse financiële stabiliteit dan de grote internationale investeringspositie.

3 Macro-economische risico's

In dit hoofdstuk richten wij ons op de risico's die vanuit de reële economie kunnen ontstaan met een mogelijke weerslag op de financiële sector. De Nederlandse economie laat na een turbulente periode een afkoeling zien. De verwachting is dat de Nederlandse economie de komende tijd terugkeert naar een gematigd groeipad. Daarbij vormen geopolitieke spanningen, binnen- en buitenlandse schuldenontwikkelingen en opgelopen rentes neerwaartse risico's, omdat de terugbetaalcapaciteit van huishoudens, bedrijven en de overheid erdoor geraakt kan worden. Sectie 3.1 start met een terugblik op de veerkracht van de Nederlandse economie. Daarna behandelt sectie 3.2 de afkoeling van de Nederlandse economie. Vervolgens gaan we in sectie 3.3 in op de neerwaartse risico's voor de Nederlandse economie.

3.1 Veerkracht van de Nederlandse economie

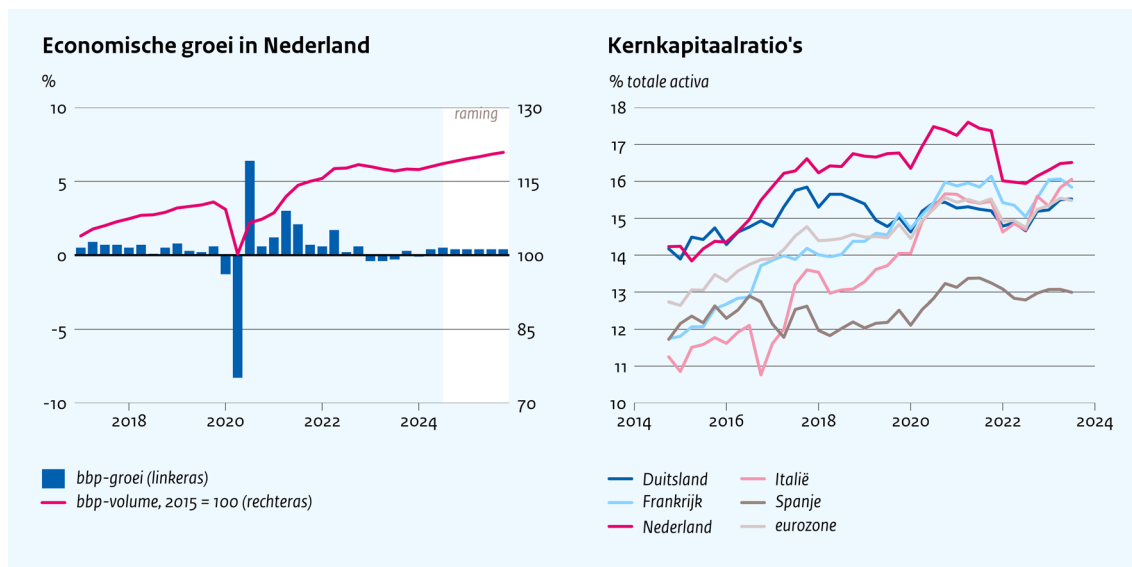
De Nederlandse economie is weerbaar gebleken in turbulente tijden. De Nederlandse economie herstelde rap na de coronapandemie (zie figuur 3.1, links). Na het uitbreken van de oorlog in Oekraïne en het dichtdraaien van de gaskraan door Rusland hebben vooral de gestegen energieprijzen druk gezet op de Nederlandse economie. Huishoudens kregen te maken met hogere kosten van goederen en diensten (Schulenberg & Vlekke, 2022). De Nederlandse economie staat er ondanks deze turbulente periode goed voor: de economie was aan het begin van 2024 ongeveer 6% groter dan in het vierde kwartaal van 2019 (CBS, 2024), en de werkloosheid is nog steeds historisch laag. Verschillende factoren hebben bijgedragen aan de veerkracht van huishoudens en bedrijven. Zo heeft de overheid verschillende steunprogramma's ingevoerd om hun financiële positie te ondersteunen, en is er fors ingezet op het uitbreiden van de LNG-markt (BuZa, 2024). Daarnaast hebben huishoudens en bedrijven zelf aanpassingsvermogen getoond. Huishoudens zijn minder energie gaan gebruiken en hebben grotere spaartegoeden opgebouwd, waardoor ze ook nieuwe schokken beter aan kunnen (Schulenberg & Vlekke, 2022; DNB, 2024). Bedrijven hebben onder meer energiebesparende maatregelen getroffen en (gedeeltelijk) gestegen kosten doorberekend aan klanten (Soederhuizen et al., 2023).

Ook de financiële sector is de roerige tijden van de coronapandemie en de energiecrisis goed doorgekomen. De coronapandemie en de energiecrisis troffen ook de financiële sector. Er was onzekerheid over de terugbetaalcapaciteit van huishoudens en bedrijven op uitstaande leningen, maar de steun van overheden en centrale banken heeft het risico op wanbetalingen verkleind. Door deze factoren en de betere uitgangspositie dan voor de kredietcrisis heeft de Nederlandse bankensector deze onrustige periode goed doorstaan; dit komt mede door de aanscherping van kapitaaleisen voor banken (Soederhuizen et al., 2021). In 2022 was er door een stijging van risicogewogen activa weliswaar een afname in de kernkapitaalratio's van de banken, maar deze zijn in 2023 weer teruggekeerd naar het pre-covidniveau van 16,5%.² Ook in andere Europese landen, met gemiddeld 15,5% in het derde kwartaal 2023, is er sprake van relatief hoge kapitaalratio's (figuur 3.1, rechts). Daarnaast hebben banken hogere winsten kunnen rapporteren, mede door de gestegen rentes (Lammers et al., 2023). De Europese Centrale Bank (ECB) heeft echter vanwege een nieuwe focus op toezichtprioriteiten besloten om de minimumeisen voor kapitaalratio's voor banken beperkt omhoog bij te stellen (ECB, 2023). Ook verzekeraars en pensioenfondsen hebben zich weerbaar getoond tijdens deze

² Dit betreft de kernkapitaalratio, uitgedrukt als *common equity tier-1* kapitaal gedeeld door risicogewogen activa, waar een minimumeis voor banken voor geldt vanuit de Basel-III richtlijnen: <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>. De onderliggende gegevens voor individuele Nederlandse banken zijn te vinden bij de statistieken van De Nederlandsche Bank (DNB) over financiële gegevens van individuele banken: <https://www.dnb.nl/statistieken/data-zoeken/#/details/financi-le-gegevens-van-individuele-banken/dataset/7f3c1f9-647d-4014-91bc-07cfe44a1d61/resource/2bfc023d-bdf6-4133-a105-9f228dfc25aa>.

turbulente tijden.³ De solvabiliteitsratio's van verzekeraars zijn hoog gebleven (gemiddeld 176% eind 2023).⁴ De gemiddelde dekkinggraad van pensioenfondsen is, na een terugval tot 95% in het vierde kwartaal van 2020, gestegen naar 118% in het vierde kwartaal van 2023.

Figuur 3.1 Ontwikkeling economische groei (inclusief raming, links) en kernkapitaalratio's banken (rechts)



Figuurnoot: De figuur links toont seizoensgecorrigeerde bbp-ontwikkelingen. De figuur rechts toont de zogenoemde kernkapitaalratio's, *common equity tier-1*.
Bron: CBS, CPB en Macrobond

3.2 Afkoeling van de economie

In deze sectie geven we de huidige stand van het macro-economische beeld. We richten ons op verschillende kenmerken van de Nederlandse economie en brengen daarmee de huidige stand van de economie in kaart. Wij richten ons met name op de vergelijking met de recente jaren 2021-2023, maar refereren op sommige plekken ook naar de economische situatie van voor de coronacrisis. In deze sectie laten wij verschillende onderdelen terugkomen, onder meer consumptie, investeringen, de woningmarkt en faillissementen.

³ De gegevens die hierop volgen voor verzekeraars en pensioenfondsen zijn afkomstig van de statistieken van De Nederlandsche Bank.

⁴ Dit betreft een gemiddelde van de herverzekeraars, schadeverzekeraars (exclusief zorg), levensverzekeraars, en zorgverzekeraars.

Tabel 3.1 Indicatoren voor de internationale en Nederlandse economie laten een afkoeling zien, 2023-2024

	2023												2024			
	jan	feb	mrt	apr	mei	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec	jan	feb	mrt	apr
Prijzen, bbp en bestedingen																
Inflatie EA (j-o-j)	8,6	8,5	6,9	7,0	6,1	5,5	5,3	5,2	4,3	2,9	2,4	2,9	2,8	2,6	2,4	2,4
Inflatie NL (j-o-j)	8,4	8,9	4,5	5,8	6,8	6,4	5,3	3,4	-0,3	-1,0	1,4	1,0	3,1	2,7	3,1	2,6
Bbp (k-o-k)	-0,4			-0,4			-0,3			0,3			-0,1			
Consumptie (j-o-j)	5,4	2,4	1,5	-0,4	0,1	0,8	-0,6	-0,1	-1,7	0,4	0,7	0,4	0,8	0,2	0,4	
Consumentenvertrouwen (gemiddelde saldo consumenten)	-49	-44	-39	-37	-38	-39	-39	-40	-39	-38	-33	-29	-28	-27	-22	-21
Investeringsmaterieële vaste activa (j-o-j)	9,2	5,4	4,4	-1,4	6,5	6,3	1,8	6,9	-2,6	-0,2	-4,1	-6,8	-4,4	-2,8		
Arbeidsmarkt																
Bruto-uurloon (j-o-j)	5,0	5,2	5,3	5,3	5,4	5,3	5,7	5,8	6,1	6,3	6,4	6,5	7,0	6,8	6,6	6,4
Werkgeversverwachtingen	109,3	107	107,5	107,1	105,2	102,4	103,3	103,2	102,1	102,5	104,1	103,7	104,4	103,8	104,2	102,6
Werkloze beroepsbevolking (j-o-j)	1,4	4,2	7,0	4,7	9,7	3,5	5,1	-1,6	-0,8	-2,4	-1,7	2,7	2,7	6,1	2,2	8,0
Vacaturegraad (% ondervraagden)	0,25	0,26	0,24	0,19	0,11	0,00										
Internationale economie																
Uitvoer (j-o-j)	2,3	4,0	3,0	0,2	0,4	-0,6	-3,7	-1,6	-4,5	-6,6	-6,1	-2,0	-3,9	-7,0	-5,9	
Leading indicator EU4	98,7	98,9	99,0	99,1	99,2	99,2	99,2	99,3	99,3	99,4	99,5	99,7	99,8	99,9	100,1	100,2
Leading indicator VS	98,8	98,8	98,8	98,9	98,9	99,1	99,2	99,3	99,3	99,4	99,5	99,6	99,7	99,9	100,0	100,3
Leading indicator China	98,5	98,8	99,2	99,5	99,8	100,0	100,3	100,5	100,7	100,8	100,9	101,1	101,1	101,2	101,4	101,6
Industrie																
Purchasing Managers' Index (PMI, gemiddelde saldo bedrijven)	49,6	48,7	46,4	44,9	44,2	43,8	45,3	45,9	43,6	43,8	44,9	44,8	48,9	49,3	49,7	51,3
Industriële productie (j-o-j)	-2,5	-2,4	-3,6	-11,9	-9,2	-7,2	-8,0	-8,8	-11,0	-12,0	-9,4	-3,3				
Bezettingsgraad industrie	82,6			82,5			81,6			81,0			78,4			
Financiële markten																
Verschil rente 2- en 10-jaars staatsobligaties	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,3	-0,1	-0,2
Volatiliteit aandelen VS	18,6	19,5	19,4	17,4	19,9	13,6	16,2	16,1	17,5	19,7	13,8	13,6	14,8	13,8	13,4	15,6
Volatiliteit aandelen EU	19,4	20,7	18,7	15,8	17,9	13,6	13,6	13,6	17,5	18,1	12,9	12,5	14,4	13,4	13,0	15,7
Overig																
Consumptief krediet huishoudens (j-o-j)	-7,0	-6,8	-8,2	-4,9	-4,6	-8,3	-8,1	-7,9	-7,5	-8,5	-4,6	-5,6	-5,7	-5,9	-4,8	
Huizenprijzen (j-o-j)	0,7	-1,2	-2,6	-4,7	-5,8	-5,7	-5,5	-4,7	-3,4	-2,1	-0,6	1,9	1,8	4,3	5,4	7,5
Zakelijke kredietverlening (j-o-j)	3,1	2,9	2,1	1,6	1,9	0,1	-0,4	-0,8	-1,5	-1,2	-0,9	-0,9	-0,8	-0,4	-0,4	
Faillissementen (j-o-j)	97,2	49,0	15,0	84,1	36,5	86,3	64,8	71,8	66,9	47,1	6,0	22,0	68,1	21,1	44,9	75,3

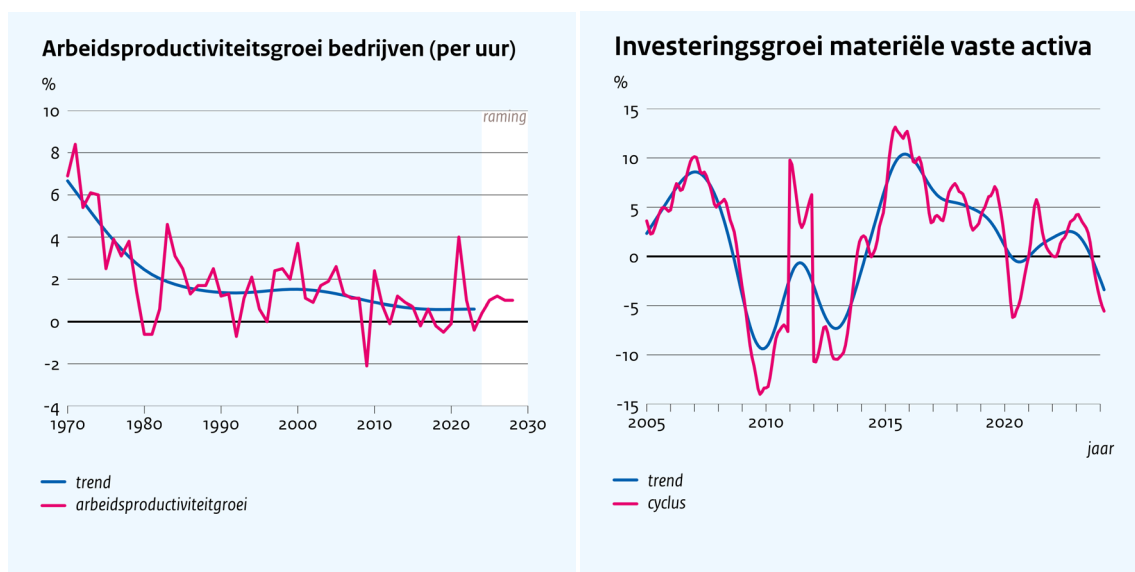
Figuurnot: Zie tabel A,1 in de bijlage voor een uitgebreidere toelichting op de reeksen, J-o-j = jaar-op-jaar.

Bron: Macrobond, CBS, DNB, Eurostat, OECD, NEVI

In de nasleep van de energiecrisis is de Nederlandse economie licht gekrompen, vooral door een afname in consumptie en uitvoer. Er was in 2023 sprake van stagnatie, met drie kwartalen op rij krimp van het bbp (CPB 2024; tabel 3.1). Hoewel het laatste kwartaal van 2023 met 0,3% groei een kleine plus liet zien, is er weer een krimp van -0,1% genoteerd in het eerste kwartaal van 2024. De groei in consumptie is gedaald van een gemiddelde jaar-op-jaargroei van 6,8% in 2019,⁵ met een piek van bijna 15% in februari 2022, naar 0,4% in maart 2024. In de uitvoer was er zelfs een krimp van bijna 6% in maart 2024. Tabel 3.1 toont dat deze ontwikkelingen samenvallen met een laag producenten- en consumentenvertrouwen en een daling van de industriële productie. De arbeidsproductiviteit is met -0,4% eind 2023 laag, en is al langer aan het afvlakken (figuur 3.2, links). Ook wereldwijd lijkt er sprake te zijn van groeivertraging (IMF, 2024a).

Er is daarnaast een krimp in investeringen te zien. De jaarlijkse groei van investeringen in materiële vaste activa onder bedrijven is al langer aan het afnemen (figuur 3.2, rechts). Waar deze groei eind 2019 nog op 8,7% lag, is deze veranderd in een krimp van -2,8% in februari 2024.⁶ Dit kan komen doordat het aanbod van krediet is gedaald, of de vraag daarnaar. Bedrijven geven recent aan dat de beschikbaarheid van krediet juist is verbeterd, maar dat er minder kredieten zijn aangevraagd vanwege financiering met eigen middelen.⁷ Dit valt samen met een daling van de totale zakelijke kredietverlening (tabel 3.1). Mogelijke oorzaken van de afname in de vraag naar krediet zijn de gestegen rentes, minder vertrouwen in toekomstige rendementen op investeringen, of meer financiering met eigen vermogen door bedrijven. Zie voor meer achtergronden de nevenpublicatie bij deze studie (Lammers et al., 2024).

Figuur 3.2 Arbeidsproductiviteitsgroei al jaren laag (links) en groei van investeringen vlak af (rechts)



Figuurnoot: De trend is op basis van een HP-filter met lambda 1600. De data voor investeringen zijn seizoensgecorrigeerd.
Bron: CBS, CPB-bewerking, CEP 2024 arbeidsproductiviteit

De inflatie in Nederland en de eurozone daalt, maar is nog steeds boven de doelstelling van de ECB voor de eurozone. De hicp-inflatie is afgenomen in Nederland en de eurozone, respectievelijk van 8,6% en 8,4% jaar-op-jaar in januari 2023 naar 2,4% en 2,6% in april 2024 (figuur 3.3, links).⁸ Er zijn verschillende factoren die hieraan hebben bijgedragen. Zo zijn energieprijzen weer gedaald, zijn tekorten op goederenmarkten

⁵ Hier wordt 2019 gekozen als referentiejaar, aangezien het daardoor de effecten van de coronapandemie en energiecrisis uitsluit.

⁶ Zie ook bijvoorbeeld hoofdstuk 4 van de Macro Economische Verkenningen 2023 (MEV) van het CPB (2022a).

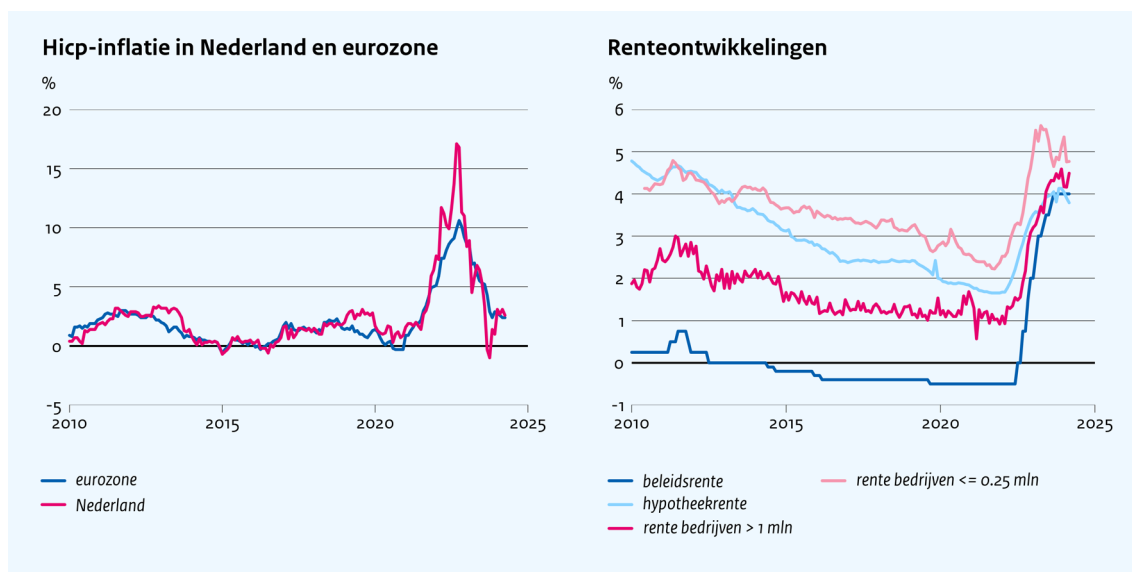
⁷ Zie bijvoorbeeld de uitkomsten van de meest recente SAFE-survey van de ECB onder niet-financiële ondernemingen https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe202404~580876cfb9.en.html.

⁸ De hicp-inflatie is een Europese prijsindex die ontwikkeld is om de inflatiecijfers van de EU-lidstaten met elkaar te vergelijken.

grotendeels verdwenen. Als reactie op de hoge inflatie hebben centrale banken beleidsrente verhoogd, met als doel om de inflatie te verminderen. Het gevolg hiervan is dat de financieringsruimte wordt beperkt. Ook de kerninflatie (exclusief energie, voedsel en tabak) is sterk afgenomen, naar 2,7% in april 2024 voor de eurozone en 2,3% voor Nederland. De inflatie ligt echter nog steeds boven de 2%-doelstelling van de ECB. Dit komt onder meer door het langzaam doorsijpelen van de effecten van de gestegen energieprijzen (bijvoorbeeld omdat vaste energiecontracten langzaam aflopen) en stijgende lonen, waardoor er meer ruimte is voor (extra) bestedingen (Soederhuizen & Bettendorf, 2024). Zowel het patroon van afnemende inflatie als onze schattingen voor rentes op basis van structurele factoren – waaronder productiviteit en demografische ontwikkelingen – wijzen erop dat rentes lager zullen komen te liggen (zie sectie 4.1).

Er zijn geen aanwijzingen voor een loon-prijsspiraal, ondanks de hoge inflatie en sterke loongroei. De werkloosheid is iets toegenomen in februari 2024 en er is een geleidelijke afname in de vacaturegraad geweest. Desondanks is de arbeidsmarkt nog steeds krap. Dit is de belangrijkste reden voor de stijging in de cao-lonen. De afgelopen maanden ligt de cao-loongroei vanuit nieuw afgesloten cao's zelfs gemiddeld rond de 6 à 7%. We verwachten dat looneisen en -afspraken de komende tijd boven de inflatie zullen blijven liggen; hiermee compenseert de cao-loonontwikkeling huishoudens uiteindelijk voor de uitzonderlijk hoge inflatie van 2022. Daarnaast vindt een deel van de inflatiecompensatie dit jaar plaats via de incidentele loongroei. Hoewel dit een aanzienlijke loongroei is, lijkt er geen sprake te zijn van een loon-prijsspiraal (Bonam et al., 2024). Prijzen hebben vooral een effect gehad op lonen; hogere lonen zorgen maar in mindere mate voor een toename in prijzen.

Figuur 3.3 Inflatieontwikkelingen in Nederland en de Eurozone (links) en gestegen rentes (rechts)



Figuurnoot: Bron: Macrobond, DNBHypotheekrente en de rente voor bedrijven heeft betrekking op het totaal van uitstaande bedragen.

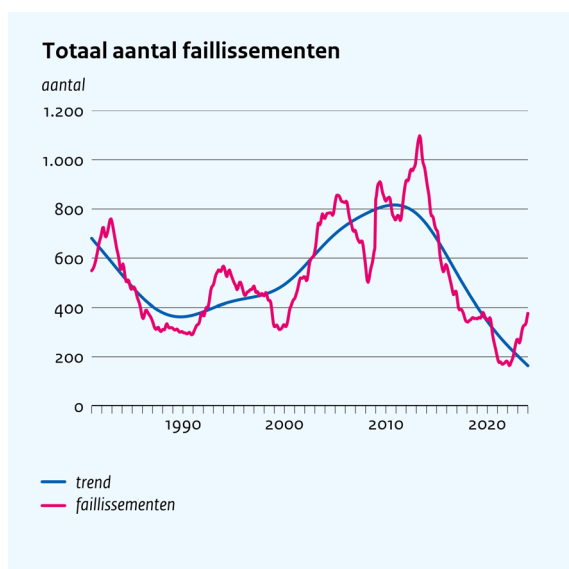
Er is weer een stijging in de woningprijzen te zien vanwege sterk gestegen hypotheekrentes. De groei in woningprijzen ten opzichte van een jaar eerder bedroeg in januari 2022 nog bijna 21%. Deze is gedaald naar 1,6% in december 2023 (tabel 3.1). Recent is er weer een flinke plus genoteerd, met 7,5% in april 2024. De tijdelijke afkoeling kwam vooral doordat hypotheekrentes gedurende 2023 sterk zijn gestegen, van ongeveer 1,6% voor nieuw afgesloten woninghypotheken in oktober 2021 naar een piek van 4,3% in december 2023. De hypotheekrentes laten recent weer een daling zien, naar ongeveer 4% in maart 2024 (figuur 3.3, rechts).⁹

⁹ De data van DNB toont de bancaire rente op nieuw afgesloten hypotheekrentes over tijd, zowel voor het totaal als verschillende looptijden: <https://www.dnb.nl/statistieken/dashboards/rente/>.

Woningprijzen blijven echter onverminderd hoog, mede vanwege een afnemend aanbod van te koop staande huizen (Van Rein & Knoop, 2024). Onder meer door stijgende inkomens en een hogere hypotheekrente verwachten we dat woningprijzen blijven stijgen.¹⁰ De toegankelijkheid voor starters om de woningmarkt de betreden is vanwege stijgende lonen en de recente daling van hypotheekrentes iets verbeterd, maar blijft onder druk staan (Thiel & Zaunbrecher, 2023).

Het aantal faillissementen stijgt, maar het niveau is nog laag ten opzichte van de periode voor de coronapandemie. Het aantal faillissementen ligt in april 2024 bijna 75% hoger dan een jaar eerder (figuur 3.4). Deze stijging is een teken dat meer bedrijven het moeilijk hebben, onder meer vanwege gestegen rentes en de beëindigde steunprogramma's van de overheid. Om de hard gestegen inflatie te bestrijden heeft de ECB de beleidsrentes verhoogd van 0% in juli 2022 naar rond de 4% in september 2023 (figuur 3.3, rechts). Daarnaast zijn er stappen gezet om het onconventionele monetaire beleid van de afgelopen jaren af te bouwen.¹¹ Sommige bedrijven moeten ook nog een deel van de ontvangen steun terugbetalen.¹² Het niveau van faillissementen is echter nog steeds relatief laag in vergelijking met de periode voorafgaand aan de coronapandemie. Uit onze nevenpublicatie blijkt dat schuldratio's van bedrijven al geruime tijd gedaald zijn en het eigen vermogen gestegen, wat mede mogelijk gemaakt is door een gunstige ontwikkeling van operationele winsten. Zorgen over grootschalige problemen in de terugbetaalcapaciteit bij bedrijven lijkt dan ook beperkt (DNB, 2024). Bovendien maken bedrijfsleningen slechts een kleine deel uit van de portefeuille van Nederlandse banken,¹³ en is dit deel van de portefeuille van relatief hoge kwaliteit.¹⁴

Figuur 3.4 Het aantal faillissementen is al lange tijd laag en dalend, de vraag is of de recente stijging doorzet



Figuurnot: Trend en cyclus zijn op basis van een HP-filter met lambda 1.000.000. Met dit filter volgen wij de methode van het CBS voor het opstellen van de Conjunctuurklok.
Bron: CBS, CPB-bewerking

¹⁰ Dit is op basis van het woningmarktmodel dat wordt gebruikt als onderdeel van het Centraal Economisch Plan 2024 (CPB, 2024).

¹¹ In december 2022 heeft de ECB besloten om per 2023 de portfolio van aangekochte obligaties te laten afnemen, door niet te herinvesteren in aflopende obligaties. Hierdoor is er bijvoorbeeld tussen maart en april 2024 een afname van ongeveer 34 mld euro geweest in opgekochte obligaties op de balans van centrale banken in het Eurosysteem (ECB, 2024).

¹² Er staat bij ongeveer 178.000 ondernemingen nog een totaal van 11,5 mld euro open binnen betalingsregelingen (Rijksoverheid, 2024).

¹³ Zie bijvoorbeeld de statistieken van De Nederlandsche Bank, Leningen en deposito's verstrekt door MFI's aan de private sector, uitgesplitst naar sector, oorspronkelijke looptijd en instrument (maand): <https://www.dnb.nl/statistieken/data-zoeken/#/details/leningen-en-deposito-s-verstrekt-door-mfi-s-aan-de-private-sector-uitgesplitst-naar-sector-oorspronkelijke-looptijd-en-instrument-maand/dataset/fff5d585-803f-41e5-bb2f-01f327016250/resource/810918ed-45a1-417a-8469-911589947a60>.

¹⁴ Hier betreft het een laag aantal niet-presterende leningen bij Nederlandse banken, zie bijvoorbeeld de cijfers voor Nederlandse banken vanuit de 2023 *transparency exercise* van de Europese Bankautoriteit EBA (EBA, 2023) en de CPB-risicorapportage financiële markten van 2023 (CPB, 2023).

De inverse *yield curve* voor Nederland kan op een mogelijke recessie duiden, maar andere economische indicatoren lijken daar niet op te wijzen. Het verschil tussen de rente op 2- en 10-jarige Nederlandse staatsobligaties, de zogenoemde *yield curve*, is afgenomen en negatief geworden in 2024 (tabel 3.1). In februari bedroeg het verschil -0,3%, en in april 0,2%. Dit suggereert dat financiële markten relatief gezien meer risico's voor de korte termijn verwachten dan voor de langere termijn. Een inverse *yield curve* wordt hierdoor vaak gezien als indicator van een mogelijke recessie (Hasse & Lajauni, 2022; Cooper et al., 2020). De al eerder beschreven economische indicatoren lijken daar voor Nederland echter nog niet op te wijzen. De inverse *yield curve* is ook in andere Europese landen te zien, waaronder Duitsland en Frankrijk; in Italië en Spanje is dit niet het geval. De vooruitblikkende indicatoren voor de stand van de economie (zogenoemde *leading indicators*) wijzen niet op een recessie in de vier grote economieën van Europa,¹⁵ de VS en China (tabel 3.1). De inverse *yield curve* wijst er dus mogelijk vooral op dat de markt verwacht dat rentes op de korte termijn hoger blijven, onder meer vanwege inflatie, maar op de lange termijn lager komen te liggen vanwege structurele factoren (zie ook sectie 4.1 en 4.2).

3.3 Gematigd groeipad met neerwaartse risico's

Structurele factoren als vergrijzing en structureel lagere productiviteitsgroei wijzen op een gematigd groeipad voor Nederland. Het Centraal Economisch Plan (CEP) van 2024 laat zien dat de economische groei naar verwachting 1,3% bedraagt over de periode 2025-2028 en 1,0% tussen 2029-2032. In de periode 2015-2019, de jaren voor de coronacrisis, bedroeg dit nog 2,3%. De belangrijkste reden voor deze groeivertraging is een lagere groei van het arbeidsaanbod, door vergrijzing en een minder snelle stijging van de arbeidsparticipatie (Erken et al., 2021; CPB, 2024). Daarnaast zit de arbeidsproductiviteitsgroei in Nederland al langer op een laag en dalend niveau (figuur 3.2, links). Tegelijkertijd is er ook een afname te zien in de groei van investeringen (figuur 3.2, rechts). Enerzijds geldt dat als de structurele productiviteitsgroei laag is, er minder rendabele projecten zijn om in te investeren, waardoor de vraag naar kapitaalgoederen en daarmee economische activiteit afneemt (Duval et al., 2020; Heil, 2019). Anderzijds zorgen minder investeringen mogelijk voor minder productiviteitsgroei. Het is niet duidelijk welke van deze richtingen domineert, maar beide verhinderen de economische groei.

De lage arbeidsproductiviteitsgroei is in de hele Eurozone zichtbaar. Figuur 3.5 laat zien dat zowel economische groei als de arbeidsproductiviteitsgroei in veel Europese landen laag en dalend is (IMF 2024b; Bergeaud et al., 2016; Grabska et al., 2017; De Bondt et al. 2021). Ook vergrijzing is geen typisch Nederlands fenomeen. In bijvoorbeeld Italië en Griekenland treedt er al meer vergrijzing van het arbeidsaanbod op. De verwachting is dat door de vergrijzing de groei in het aantal gewerkte uren over tijd zal dalen en negatief zal bijdragen aan de economische groei. Dit is al te zien in Griekenland en, in mindere mate, in Duitsland (figuur 3.5, onder).¹⁶ Voor lidstaten met hoge schulden is een groeivertraging problematischer, omdat het de houdbaarheid van overheidsfinanciën onder druk zet. De schuld ten opzichte van het bbp stijgt en de rentelasten wegen dan zwaarder op de staatsbegroting. Problemen in deze landen kunnen mogelijk overslaan naar Nederland en daarmee een risico vormen voor economische groei en de financiële stabiliteit. Sectie 5.3 en 5.4 gaan dieper in op de risico's die verbonden zijn aan verwevenheden met het buitenland.

¹⁵ Dit betreft Duitsland, Frankrijk, Italië en het Verenigd Koninkrijk.

¹⁶ Zie ook het 2024 Ageing Report van de Europese Commissie voor een nadere toelichting op de groeiverwachting (EC, 2023a).

Figuur 3.5 Verschillende Europese landen zien een groeivertraging (links) en een lage arbeidsproductiviteit (rechts), waar in sommige landen ook vergrijzing meer druk op de economie zet (onder)



Figuurnot: De arbeidsproductiviteitsgroei is hier uitgedrukt in termen van bbp in ppp-dollars (*purchasing power parity*) als ratio van het totaal aantal gewerkte uren. Dit is een andere definitie dan in figuur 3.2 te zien is voor Nederland, hoewel er met beide definities eenzelfde patroon te zien is. De groeiverwachting betreft het gemiddelde voor 2022-2040.
Bron: OECD Economic Outlook (groeicijfers), Europese Commissie 2024 Ageing Report ([link](#)), Longterm Productivity Database ([link](#))

Ondanks het gematigde groeipad staat de Nederlandse economie er gemiddeld goed voor, al zijn er kwetsbare groepen huishoudens en bedrijven. Voorafgaand aan de coronapandemie en energiecrisis stond de Nederlandse economie er goed voor. Ook nu geeft het economische de uitgangspositie goed. Er zijn een aantal structurele factoren waardoor de Nederlandse economie er goed voorstaat, waaronder een goed opgeleide bevolking en internationaal hoge arbeidsparticipatie (CPB, 2023), en relatief hoge totale productiviteit van alle inputs samen (totale factorproductiviteit) (Bettendorf & Polder, 2023). Daarnaast heeft de Nederlandse economie veerkracht door het inzetten van financiële buffers door en het aanpassingsvermogen van huishoudens en bedrijven; ook het ingrijpen van de overheid heeft bijgedragen aan de veerkracht. Wel zijn er kwetsbare groepen die gevoelig zijn voor nieuwe schokken. Dit geldt bijvoorbeeld voor huishoudens met een laag inkomen, weinig financieel vermogen, en met name bij starters en jonge huiseigenaren (Swierstra et al., 2024; Ciurila & Lammers, 2023; CPB, 2022b). Daarnaast is er een kleine groep verlieslatende en vooral jonge bedrijven met een negatief eigen vermogen (zie de nevenpublicatie). Voor deze

groepen kunnen er sneller kredietrisico's optreden, omdat ze bij financiële schokken minder goed in staat zijn de leningen terug te betalen.

De recent gestegen rentes en hoge private schulden roepen de vraag op wat dit betekent voor de Nederlandse economie en het financiële stelsel. De rentes zijn door de hoge inflatie in korte tijd fors opgelopen. Als de inflatie langer hoog blijft, kunnen ook rentes nog geruime tijd op een relatief hoog niveau worden gehouden door centrale banken. Rentelasten kunnen bij herfinanciering vooral hoog oplopen vanwege de hoge schulden van bedrijven en huishoudens in Nederland (zie ook sectie 5.1). Vanwege mogelijke kredietverliezen kan dit een weerslag hebben op de financiële sector. De verwachting is dat rentes vanwege structurele factoren – bijvoorbeeld productiviteit en demografische ontwikkelingen – op termijn weer lager komen te liggen (zie sectie 4.1).

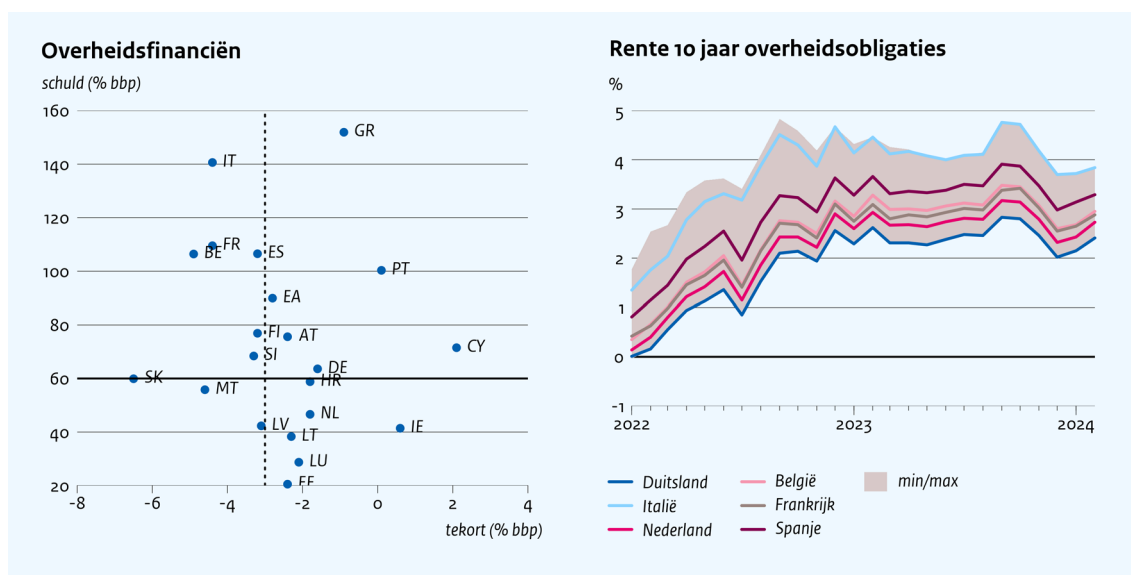
In Nederland lijken problemen met schulden vooralsnog mee te vallen. Hoewel de private schulden in Nederland hoog zijn, staat daar ook veel eigen vermogen of onderpand tegenover (zie sectie 5.1). En bedrijven hebben in de laatste tien jaar over het algemeen juist schulden afgebouwd (zie de nevenpublicatie). Dit beperkt de risico's voor de financiële stabiliteit. Daarnaast zit Nederland nog in het kwadrant van landen met lage overheidsschulden en beperkte tekorten (figuur 3.6, links). Bovendien zijn er geen tekenen dat de Nederlandse overheid moeite heeft met financiering aantrekken op kapitaalmarkten. Zo zijn rentes op 10-jarigstaatsobligaties voor Nederland aanzienlijk lager dan voor andere eurolanden (figuur 3.6, rechts).

Vanwege een aantal grote maatschappelijke uitdagingen zijn wel scherpe keuzes noodzakelijk om te zorgen dat de overheidsfinanciën houdbaar blijven. Er zijn meerdere maatschappelijke uitdagingen waar Nederland voor staat (waaronder onderwijskwaliteit, de energietransitie, en het zorgdomein). Verschillende restricties in de overheidsfinanciën, op de arbeidsmarkt en in de fysieke leefomgeving maken het moeilijker om alles tegelijkertijd aan te kunnen pakken. De verwachting is dat de Nederlandse overheidsschuld verder oploopt als er geen keuzes worden gemaakt (CPB, 2024), wat samen gaat met hogere financieringskosten die ook druk zetten op de overheidsfinanciën. Sommige uitdagingen kunnen mogelijk ook een negatief effect hebben op de productiviteit als ze niet tijdig worden aangepakt. Dit geldt bijvoorbeeld voor onderwijs en de energietransitie.

De groei van de Nederlandse economie kan ook negatief beïnvloed worden door de combinatie van hogere rentes en hoge schulden in andere landen. De stijgende rente knijpt de ruimte in de overheidsfinanciën af, vooral in landen die reeds kampen met een groter overheidstekort. Dit geldt bijvoorbeeld in landen als Italië en Spanje, maar ook in Frankrijk en België (figuur 3.6, links). In deze landen zijn schulden hoog en ruim boven de 60%-drempelwaarde van het Stabiliteits- en Groeipact. Het begrotingstekort ligt ook boven de 3%-norm. Voor deze landen zijn ook de rentes aan de relatief hoge kant (zie figuur 3.6, rechts). In sommige landen zullen problemen met de betaalbaarheid van rentelasten in de eerste plaats nationaal neerslaan, omdat een groot deel van de overheidsschuld door binnenlandse bedrijven, huishoudens en financiële instellingen wordt aangehouden (EC, 2023b). Problemen in andere landen kunnen echter via zowel de reële economie als de financiële sector naar Nederland overslaan. Hoofdstuk 5 beschrijft deze risico's in meer detail.

Naast de schuldenproblematiek, brengt ook de wereldwijde verwevenheid van economieën neerwaarts economische risico's met zich mee voor Nederland. De coronapandemie en de Russische inval in Oekraïne veroorzaakten verstoringen in aanvoerketens en energievoorziening, leidend tot productieonderbrekingen, hogere kosten en toenemende financiële druk voor bedrijven. Huishoudens ervoeren financiële druk door stijgende kosten van levensonderhoud, en overheden zagen hogere uitgaven en lagere belastinginkomsten, wat leidde tot hogere schulden. De Nederlandse economie kan op de korte termijn door nieuwe schokken direct geraakt worden, en op de middellange termijn vanwege mogelijke handelsverschuivingen.

Figuur 3.6 Hoge overheidsschulden en tekorten, in combinatie met stijgende rentes

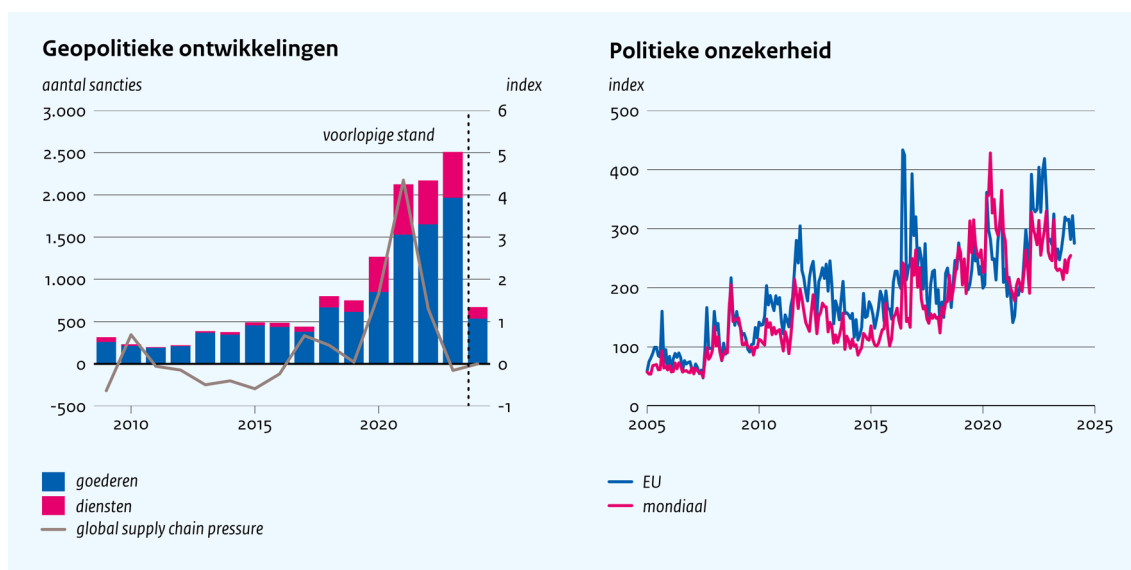


Figuurnot: De figuur links betreft de realisatie van 2023. De figuur rechts geeft de rentes op 10-jaars overheidsobligaties weer, met een spreiding van de laagste en hoogste waarden van negentien eurolanden (Litouwen is weggelaten door beperkte handel en daardoor stabiel lage rentes).
Bron: AMECO database, Macrobond, CPB-bewerking

Hoewel aanvoerketens grotendeels hersteld zijn, blijft de internationale verwevenheid van de Nederlandse economie gevoelig voor nieuwe economische schokken, bijvoorbeeld door een handelsoorlog tussen de VS en China. Dat aanvoerketens grotendeels hersteld zijn, blijkt uit de daling in de *global supply chain pressure index* (figuur 3.7, links). Geopolitieke spanningen, zoals in het Midden-Oosten, kunnen de productiecapaciteit en aanvoerketens echter wel weer verstoren, wat een prijsopdrijvend effect heeft. Zo zorgden aanvallen van Houthi's in de Rode Zee voor tijdelijke scheepvaartproblemen (Gill & Ayhan Kose, 2024; Kaya, 2024). De oplopende spanning tussen bijvoorbeeld China en Taiwan en een mogelijke handelsoorlog tussen de VS en China verhogen de politieke onzekerheid (figuur 3.7, rechts). Recente tariefverhogingen door de VS op elektrische auto's uit China kunnen een handelsoorlog veroorzaken (Hunnicutt & Holland, 2024). Een handelsoorlog kan een dure schoksgewijze aanpassing van de economie veroorzaken die kan leiden tot meer faillissementen (IMF, 2023a).

Naast het risico op schokken kunnen hogere handelstarieven en sancties door geopolitieke spanningen, zoals tussen het Westen en China, ook een negatief effect hebben op de economische structuur en daarmee toekomstige groei. De wereldhandel kan fragmenteren in handelsblokken, wat al blijkt uit het stijgende aantal sancties op goederen en diensten (figuur 3.7, links). Hoewel de totale wereldhandel mogelijk weinig krimpt door verschuiving van handel naar derde landen (Wache et al., 2024), zullen hogere prijzen en productieverschuivingen de kosten voor bedrijven verhogen en hun winsten verlagen (Goes & Bekkers, 2022). Dit kan zorgen voor een afname in investeringen en de economische groei in Nederland verminderen (Wache et al., 2024). Verschillende sectoren worden anders geraakt: sommige verhogen hun productie om de import uit Rusland en China te compenseren (zoals mijnbouw, textiel en elektronica), terwijl sectoren die veel met deze landen handelen, zoals transport en groothandels, productie verliezen.

Figuur 3.7 Handelsbeperkingen toegenomen, terwijl er een daling was in problemen met aanvoerketens (links), en politieke onzekerheid blijft hoog (rechts)



Figuurnoot: Het aantal sancties op goederen diensten betreft voor 2024 een voorlopig cijfer van ingevoerde sancties tot op heden. Een verdere beschrijving van deze indicatoren is te vinden in het artikel van Baker et al. (2016).
Bron: Global Trade Alert, DNB; IMF(aantal sancties op goederen en diensten); Refinitiv (*global supply chain*), FRED (politieke onzekerheidsindicatoren)

Het directe effect van geopolitieke spanningen en sancties op de financiële sector is kleiner, maar niet te verwaarlozen. Geopolitieke spanningen en sancties kunnen de onzekerheid verhogen, wat financieringskosten kan doen stijgen, vooral voor bedrijven met grote blootstelling aan geopolitieke risico's (D’Orazio et al., 2024). Krappere financiële condities kunnen investeringen doen afnemen en de economie schaden (Adrian et al., 2019; Giglio et al., 2016). Geopolitieke spanningen kunnen ook onzekerheid op financiële markten verhogen en activa herwaarderen (Smales, 2021; Elsayed & Helmi, 2021). Opmerkelijk is dat de volatiliteit op aandelenmarkten is afgenomen (zie tabel 3.1), deels door het gebruik van optiecontracten (Todorov & Vilkov, 2024), wat werkelijke onzekerheden kan maskeren. Een laatste kanaal is via bedrijfsschulden: verlies aan inkomsten beperkt de terugbetalingscapaciteit.

4 Ontwikkeling van de reële rente

In dit hoofdstuk analyseren we de ontwikkeling van de reële rente in Nederland en de eurozone, en bespreken we de gevolgen voor de economie en het financiële stelsel. In reactie op gestegen inflatie is de nominale beleidsrente sinds 2022 flink verhoogd. Eind 2022 begon de inflatie met dalen en eind 2023 was de reële rente, de nominale rente gecorrigeerd voor inflatie, in Nederland en verschillende andere landen voor het eerst in jaren positief. Daardoor gaat lenen weer gepaard met reële kosten. Dit geeft centrale banken meer beleidsruimte om de economische activiteit te beïnvloeden. Echter, het kan ook leiden tot kwetsbaarheden in de schuldposities van huishoudens, bedrijven en overheden. In de eerste sectie van dit hoofdstuk gaan we in op de recente ontwikkelingen van de reële rente. De ontwikkeling van reële rentes is onzeker. Om een beeld te krijgen van de reële rentes op de (middel)lange termijn, analyseren we in de tweede sectie de factoren die de reële rente op de (middel)lange termijn beïnvloeden. In beide secties bespreken we kanalen waarmee de rente de economie beïnvloedt.

4.1 Recente ontwikkelingen in reële rentes

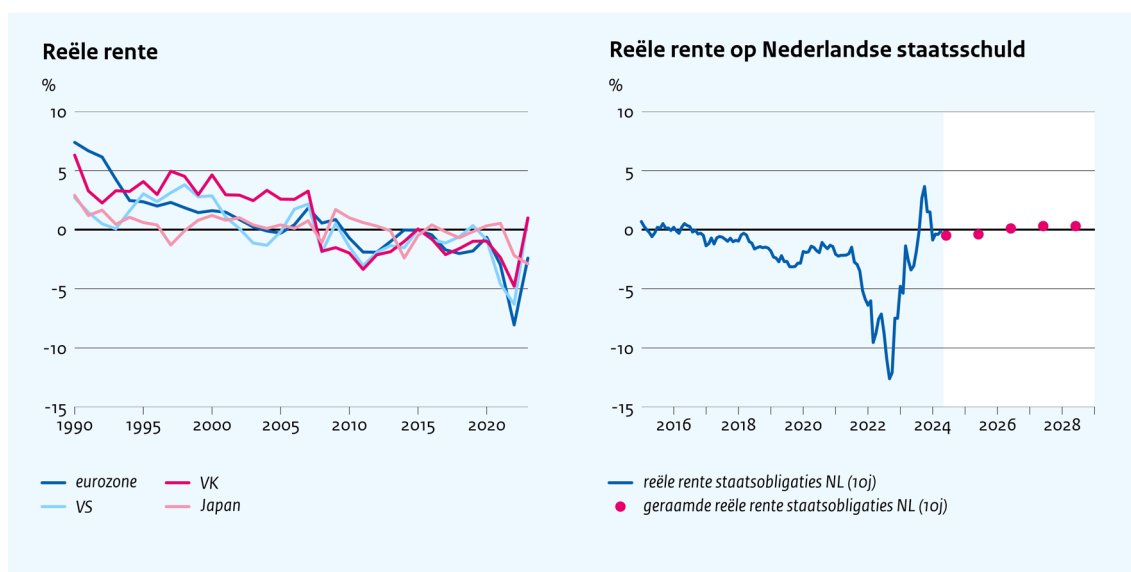
Reële rentes zijn de afgelopen anderhalf jaar in verschillende landen gestegen. Figuur 4.1 (links) laat de reële beleidsrentes zien van een aantal grote economieën vanaf 1990. Sinds de kredietcrisis van 2007-2008 is de reële rente laag en geregeld zelfs negatief. De inflatie lag onder de doelstelling van centrale banken, waardoor deze ruim monetair beleid voerden.¹⁷ In 2021 en 2022 daalden de reële rentes rap. De inflatie nam sterk toe door hard stijgende energie- en voedselprijzen, terwijl nominale beleidsrentes nog onveranderd bleven. Als reactie op de toegenomen inflatie hebben centrale banken in 2022 en 2023 meermaals de beleidsrente verhoogd (zie ook figuur 4.2), waardoor de reële rentes zijn gestegen. Vervolgens daalde de inflatie, waardoor de reële rentes verder stegen.

Eind 2023 waren de reële rentes in Nederland na lange tijd weer positief. Figuur 4.1 (rechts) laat de reële rente op 10-jaars Nederlandse staatsobligaties sinds 2015 zien.¹⁸ Net als in andere landen daalden de reële rentes in 2022 sterk door een toename in de inflatie. Vanwege een grote energieafhankelijkheid in Nederland was de inflatie aanzienlijk hoger dan in andere landen. Eind 2023 waren de reële rentes in Nederland voor het eerst in jaren positief, doordat de ECB de beleidsrentes verhoogd had en de inflatie gedaald was. Dit betekent dat de daadwerkelijke kosten voor leningen voor het eerst in jaren positief waren. De reële rentes zijn nu ongeveer terug op het niveau van 2016.

¹⁷ Zie bijvoorbeeld de speech van toenmalig president van de ECB Mario Draghi in mei 2016 (Draghi, 2016).

¹⁸ De reële rente voor Nederland wordt hier uitgedrukt als de rente op de 10-jaars staatsobligatie minus de gerealiseerde inflatie.

Figuur 4.1 Reële beleidsrente sinds 1990 (links) en de reële rente op 10-jaars Nederlandse staatsobligaties (rechts)



Figuurnoot: De reële rente wordt berekend door de jaar-op-jaar gerealiseerde inflatie af te trekken van de (beleids)rente.
Bron: FRED en AMECO (links), Refinitiv en CPB (rechts)

Inmiddels zijn de reële rentes gedaald, maar in het Centraal Economisch Plan 2024 raamt het CPB dat de ze vanaf 2026 weer positief zijn. In 2024-2025 raamt het CPB een reële rentes van rond de -0,5% (zie figuur 4.1, rechts; CPB, 2024). Vanaf 2026 worden de reële rentes positief en in 2027-2028 zijn ze 0,3%, het hoogste niveau sinds 2016. De stijging van de reële rentes komt voornamelijk doordat de inflatie daalt. Nominale rentes blijven naar verwachting redelijk constant. Reële rentes van 0,3% in 2027 betekenen een stijging van 120 basispunten ten opzichte van het langjarig gemiddelde van gerealiseerde reële rentes tussen 2015 en 2019 (ongeveer -0,9%). De ramingen van rentes en energieprijzen, die worden gebruikt bij de inflatieberekeningen, zijn onderdeel van de zogenaamde technische ramingen. Deze ramingen zijn gebaseerd op huidige marktprijzen en *futures* en weerspiegelen zo de verwachtingen van de markt. Hoewel marktverwachtingen een goede indicator zijn voor toekomstige rente en energieprijzen, wijken ze dikwijls af van de uiteindelijk gerealiseerde waarde (Miah et al., 2016).¹⁹

Hogere reële rentes beïnvloeden via lagere kredietverlening, investeringen en consumptie de economie en de financiële sector. Het aangaan en herfinancieren van leningen wordt duurder. Daarbij zien huishoudens en bedrijven met een variabele rente op hun leningen hun reële rentelasten direct stijgen. Statistieken van DNB laten zien dat Nederlandse bedrijven en huishoudens eind 2023 inderdaad te maken hebben met hogere rentelasten (DNB, 2023). Door hogere rentelasten kunnen investeringen afnemen. Ook kunnen hogere rentelasten zorgen voor een afname in consumptie. In dat geval zijn huishoudens een groter deel van hun inkomen kwijt aan rentelasten (Schulenberg & Vlekke, 2022; Swierstra et al., 2024).²⁰

Veranderingen in de rentes hebben ook een effect op activaprijzen, zoals aandelen en obligaties. Ontwikkelingen op het gebied van inflatie spelen mee in de verwachtingen op financiële markten, en daarmee in de ontwikkeling van activaprijzen (Huizinga & Mishkin, 1984). Daardoor hebben zowel nominale als reële rentes invloed op activaprijzen. In een model geschat op data van de eurozone laten Alessi en Keressensfischer (2019) zien dat verschillende activaklassen anders reageren op een toename van 50 basispunten in beleidsrentes.²¹ Ongeveer tien maanden na een beleidsrenteschok is het rendement van aandelen 2% lager,

¹⁹ Renteverwachtingen van de markt wijken echter, vooral op de lange termijn, dikwijls af van de uiteindelijk gerealiseerde rente, omdat de markt niet in staat is om alle beschikbare informatie te gebruiken bij het vormen van renteverwachtingen.

²⁰ Voor de relatie tussen inflatie en consumptie van huishoudens.

²¹ Andere studies hebben vergelijkbare resultaten. Zie bijvoorbeeld Paul (2020); Hausman en Wongswan (2011).

terwijl die van obligaties 0,1% tot 0,5% hoger ligt. Deze dynamiek komt doordat veilige activa (obligaties) na een renteverhoging relatief aantrekkelijker zijn geworden, omdat ze meer rendement bieden tegen een lager risico.

In Nederland hebben de toegenomen rentes een beperkte invloed gehad op aandelen, terwijl huizenprijzen zijn gedaald en het rendement op obligaties is gestegen. De AEX staat hoger dan ooit, net als veel andere aandelenbeurzen, wat toegeschreven wordt aan het idee dat beleggers een zachte landing van de economie verwachten en dat ze verwachten dat beleidsrentes gaan dalen (Groot & Schram, 2024). Daarnaast behalen veel technologiebedrijven grote koerswinsten, omdat er positieve verwachtingen zijn over de effecten van AI (Eisfeldt et al., 2024). De huizenprijzen zijn in 2023 gedaald, onder andere doordat hypotheekrentes sterk gestegen waren. Sinds 2024 stijgen de huizenprijzen weer. Tegelijkertijd is het rendement op Nederlandse staatsobligaties behoorlijk gestegen. Dat heeft ook een keerzijde. Als het rendement op obligaties omhooggaat, daalt de waarde van reeds uitgegeven obligaties; er wordt immers relatief minder verdiend door investeerders. Hogere reële rentes kunnen er zodoende voor zorgen dat financiële instellingen hun obligatieportefeuille moeten afwaarderen. Dit is vorig jaar gebeurd met de Silicon Valley Bank en een aantal andere Amerikaanse banken (CPB, 2023). Uiteindelijk zijn enkele van deze banken afgewikkeld, of gedwongen overgenomen door of gefuseerd met andere banken.

Er zijn ook positieve effecten voor de financiële stabiliteit die vooral met nominale rentes samenhangen. Tijdens een periode van rentestijging stijgt de rentemarge en dus de winstgevendheid van banken. Sinds de kredietcrisis heeft de rentemarge van banken onder druk gestaan. Banken waren terughoudend met het doorberekenen van de lage beleidsrentes in de spaarrente voor huishoudens. Bij het bepalen van de rentes, en dus de rentemarge, houden banken rekening met beleids- en markrentes. De onderliggende inflatie speelt echter ook voor financiële instellingen mee in de risico-inschatting en daarmee de hoogte van rentes op krediet. Daarnaast zijn de dekkingsgraden van pensioenfondsen recentelijk verbeterd, doordat de verplichtingen van pensioenfondsen gevoeliger zijn voor renteveranderingen dan hun activa. Waar de gemiddelde dekkingsgraad eind 2020 ongeveer 95% was, bedroeg deze die eind 2023 rond de 118%.²²

Een ander voordeel van hogere rentes voor de financiële stabiliteit, is dat het de prikkel doet afnemen om in risicovolle activaklassen te beleggen. Na de kredietcrisis hebben Nederlandse beleggers steeds meer risico genomen om het gewenste rendement te behalen (DNB, 2019). Wanneer de (reële) rente toeneemt zijn gewenste rendementen gemakkelijker te behalen met lager-risico activa, waardoor beleggers minder hoeven te zoeken naar rendement. Hoewel rentes het afgelopen anderhalf jaar zijn toegenomen, lijkt er nog geen sprake van een afnemende zoektocht naar rendement (DNB, 2023). Het kan tijd kosten voordat er een effect te zien is.

Een hogere nominale rente zorgt er ook voor dat centrale banken meer ruimte hebben voor hun monetair beleid. Na de kredietcrisis waren nominale rentes in verschillende economieën rond de nul, waarbij centrale banken terughoudend zijn geweest om rentes verder te verlagen (*zero lower bound*). Nu nominale rentes zijn gestegen, hebben centrale banken weer de mogelijkheid om de beleidsrente te verlagen, om zo de economie te stimuleren.

²² De meest actuele data zijn te vinden op de website van DNB via: <https://www.dnb.nl/statistieken/data-zoeken/#/details/financiële-positie-van-pensioenfondsen-kwartaal/dataset/fc8e7817-0884-4473-b822-62284b445278/resource/615b322a-9aa5-49b0-8a78-2c98b069059a>.

4.2 Analyse van factoren op de (middel)lange termijn

Op de (middel)lange termijn verwachten we dat reële rentes dalen naar het niveau van na de kredietcrisis. Op de (middel)lange termijn worden reële rentes bepaald door vraag- en aanbodfactoren van sparen en beleggen. Deze factoren veranderen maar langzaam over tijd. Ze zijn de afgelopen jaren dan ook redelijk stabiel gebleven, ondanks de coronapandemie en een energiecrisis. We verwachten daarom dat de reële rente op de (middel)lange termijn weer daalt.

We gebruiken een model voor de eurozone om de reële rentes op de (middel)lange termijn, de neutrale rente, te schatten. Deze rente is de rentevoet waarbij sprake is van maximale output en werkgelegenheid bij een constante inflatie. Het is een referentiepunt voor centrale banken. Als de beleidsrente hoger is dan de neutrale rente, ontstaat er deflatoire druk en neemt de groei af. Andersom, wanneer de beleidsrente lager is dan de neutrale rente, wordt de economie gestimuleerd en neemt inflatie toe. Het model analyseert de spaar- en leenbeslissingen van huishoudens, bedrijven en overheden in de eurozone (Ciurila et al. 2022).²³ In het model variëren huishoudens over hun levenscyclus: aan het begin lenen ze, in het midden sparen ze, en aan het einde gaan ze met pensioen en consumeren hun spaargeld. Het spaargeld dat niet geconsumeerd wordt, wordt nagelaten aan een volgende generatie huishoudens. Jonge en arme huishoudens kunnen lenen van andere huishoudens. De rest van het spaargeld wordt geleend door bedrijven en de overheid. Bedrijven lenen om hun investeringen in kapitaalgoederen te kunnen financieren. De overheid leent om de uitgaven te financieren.

De belangrijkste factoren die in het model de neutrale rente beïnvloeden zijn productiviteitsgroei, begrotingsbeleid, de levensverwachting en het geboortecijfer. We beschrijven de effecten in de richting van mogelijke hogere neutrale rentes. Omgekeerde verbanden leiden tot een lagere neutrale rente. Bij hoge productiviteitsgroei zijn er meer rendabele projecten om in te investeren, waardoor de vraag naar kapitaalgoederen toeneemt. Indirect zorgt een hoge productiviteitsgroei ervoor dat kapitaalgoederen sneller worden afgeschreven, waardoor de vraag naar kapitaalgoederen verder toeneemt. Begrotingsbeleid, in de vorm van hogere overheidsschulden, zorgt in het model voor een toename van de vraag naar spaargeld. Een hoog geboortecijfer leidt tot een groter arbeidsaanbod en een grotere vraag naar kapitaalgoederen. Door een afnemende levensverwachting gaan huishoudens minder sparen, waardoor de spaarquote daalt. Deze twee demografische factoren versterken elkaar: een hoog geboortecijfer en lage levensverwachting zorgen ervoor dat er relatief veel jonge huishoudens in de economie zijn, waardoor er een hogere vraag naar en kleiner aanbod van spaargeld ontstaat.

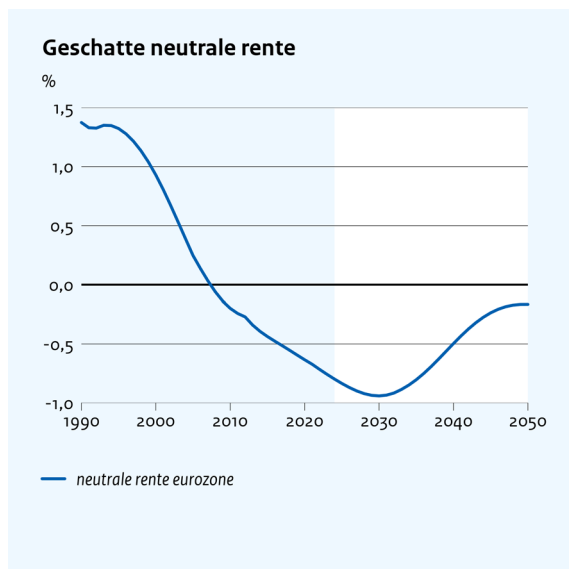
Onze schattingen laten zien dat reële rentes op de (middel)lange termijn laag blijven. Volgens de schattingen wordt het laagste punt bereikt rond 2030 (-0,9%), waarna de rente weer toeneemt, tot net onder de 0% in 2050 (zie figuur 4.2). Op de (middel)lange termijn zullen reële rentes volgens ons model dus dalen naar een niveau vergelijkbaar met het niveau na de kredietcrisis.²⁴ De belangrijkste factoren die zorgen voor een lage neutrale rente zijn de lage productiviteitsgroei en geboortecijfers en de hoge levensverwachting (vergrijzing). Sinds de coronapandemie is de levensverwachting licht gedaald en zijn de overheidsschulden

²³ We modelleren de neutrale rente voor de hele eurozone en niet voor alleen Nederland, omdat de neutrale rente in grote mate internationaal bepaald wordt. Sinds de jaren 1990 zijn de neutrale rentes in verschillende werelddelen steeds gelijk geworden. De neutrale rente voor de eurozone is daarom representatief voor die van Nederland. Voor achtergrond, zie IMF (2023b); Goto (2023).

²⁴ Vanuit de Werkgroep discontovoet heeft het CPB de verantwoordelijkheid om te signaleren of de discontovoet tussentijds aangepast moet worden. Dit gebeurt als er duidelijke indicaties zijn dat de lange rente met meer dan 100 basispunten toeneemt, of als bepaalde geëiste rendementen substantieel zijn veranderd. Op basis van deze analyse is het niet aannemelijk dat de lange rente met meer dan 100 basispunten gaat toenemen. De berekende marktverwachtingen op de korte termijn geven eveneens onvoldoende zekerheid om van deze verwachting af te wijken.

flink toegenomen. Toch hebben deze ontwikkelingen weinig effect gehad op de geschatte neutrale rente.²⁵ Onze schattingen komen overeen met schattingen van andere instituten en academici (Holston et al., 2023; Obstfeld, 2023; Brand et al., 2024).

Figuur 4.2 Gemodelleerde neutrale rente



Bron: eigen berekeningen CPB

Een terugkeer naar een langdurige lage reële rentes verbetert de schuldhoudbaarheid voor schuldenaren, maar kan evenwel nadelig zijn voor de financiële stabiliteit. Ten eerste drukken lage rentes het rendement op investeringen. Om het geëiste rendement te halen zullen investeerders meer risico moeten nemen, waardoor er een *search for yield* ontstaat. Daarbij lenen banken vaker aan risicovollere bedrijven en bouwen zakenbanken hogere hefboomen op (Mersch, 2020). Dit maakt banken en investeerders vatbaarder voor schokken. Ten tweede is conventioneel monetair beleid (via de beleidsrente) beperkt door de zero lower bound), wat vaker voorkomt als reële rentes laag zijn.²⁶ Centrale banken hebben nog wel onconventionele middelen tot hun beschikking, zoals openmarktoperaties. Hoewel dergelijk beleid zeer effectief kan zijn op de korte termijn, kan het ertoe leiden dat investeerders minder gevoelig worden voor bepaalde risico's of dat de werking van kapitaalmarkten verandert (Gambacorta et al., 2014; Mester, 2021). Aangezien onconventioneel beleid relatief nieuw is, zijn de gevolgen voor de financiële stabiliteit nog niet altijd duidelijk. Een derde nadelig effect kan zijn dat lage rentes ervoor zorgen dat bedrijven meer leningen aangaan, ook niet- of minder-productieve bedrijven, wat een effect kan hebben op de financiële stabiliteit als banken hierdoor meer leningen moeten afschrijven (zie sectie 3.3).

De schattingen van de reële rente op de (middel)lange termijn zijn onzeker, maar laten ook in een hoog scenario geen sterke stijging zien. Om een idee te krijgen van de gevoeligheid van de neutrale rente analyseren we een hoog en laag scenario voor respectievelijk productiviteitsgroei en overheidsschulden.²⁷ Voor productiviteitsgroei nemen we aan dat in 2030 de groei 0% en 1,5% is; het basisscenario hanteert 1%.²⁸

²⁵ In het model gebruiken we data uit de AMECO-database van de Europese Commissie. In 2023 heeft een revisie plaatsgevonden op de reeks voor productiviteit (TFP). Dit heeft ertoe geleid dat de geschatte neutrale rente over de gehele periode is gestegen.

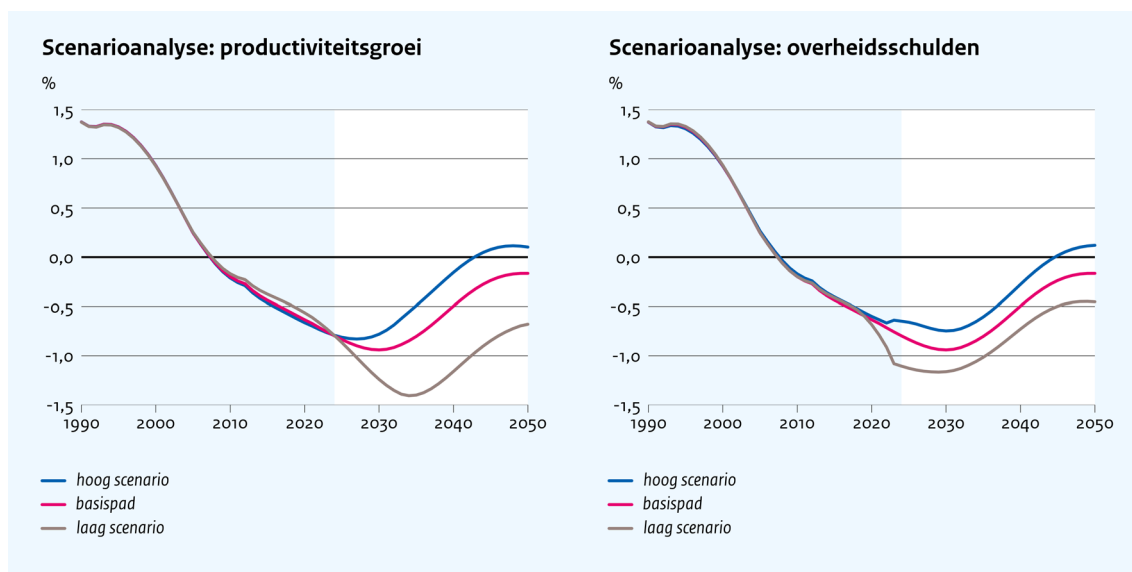
²⁶ Voor een overzicht van monetair beleid en reële rentes in een omgeving van lage rentes, zie Williams (2014).

²⁷ We analyseren ook scenario's voor sterfterisico (waarvan de levensverwachting wordt afgeleid) en geboortecijfer. De analyse laat zien dat beide factoren leiden tot weinig onzekerheid. Om die reden worden de scenario's niet getoond. De figuren kunnen worden opgevraagd.

²⁸ Het scenario is gebaseerd op de langjarige gemiddelde productiviteitsgroei (*total factor productivity*, TFP) van het onderzoeksinstituut CEPII. Er wordt een constant groeipad aangenomen tot 2030.

Voor overheidsschulden analyseren we wat een directe, eenmalige schok van +30%/-30% op het niveau van de overheidsschuld doet met de neutrale rente.²⁹ Beide scenario's laten zien dat de neutrale renteschattingen onzeker zijn, maar dat de neutrale rente desondanks laag blijft. Een lage productiviteitsgroei leidt tot een lagere schatting van de neutrale rente van 45 basispunten, terwijl een hogere productiviteitsgroei leidt tot een hogere schatting van 30 basispunten (figuur 4.3, links). Een verhoging (verlaging) van overheidsschulden in het model leiden tot een toename (afname) van 20 (25) basispunten; een relatief bescheiden effect van een aanzienlijke mutatie in overheidsschulden (figuur 4.3, rechts).

Figuur 4.3 Gevoeligheid van de neutrale reële rente voor productiviteitsgroei (links) en overheidsschulden (rechts)



Bron: eigen berekeningen CPB

Er zijn ook factoren die de neutrale rente kunnen beïnvloeden die we niet hebben opgenomen in het model. Ten eerste kunnen de monetaire strategie en inflatieverwachtingen de neutrale rente beïnvloeden (Fernández-Villaverde et al., 2024). Centrale banken kunnen de beleidsrente niet oneindig verlagen (*zero lower bound*). Daardoor kunnen er lange periodes met lage inflatie en lage economische groei ontstaan. Huishoudens en bedrijven passen hierop hun verwachtingen aan en gaan meer sparen, waardoor de neutrale rente verder daalt. Ten tweede kan onzekerheid over de toekomst ervoor zorgen dat investeringen afnemen en dat huishoudens uit voorzorg meer gaan sparen, waardoor de neutrale rente lager uitvalt (Berger et al., 2023). Ook de effecten van bijvoorbeeld klimaatverandering of kunstmatige intelligentie op de neutrale rente zijn nog onzeker, deze factoren zitten niet in het model. De macro-economische onzekerheid is sinds de coronapandemie erg hoog, waardoor de geschatte neutrale rente lager kan uitvallen (Comunale & Nguyen, 2023). Als laatste kan inkomensongelijkheid voor een lagere neutrale rente zorgen (Platzer et al., 2022). Hogere inkomensongelijkheid zorgt voor meer spaartegoeden in de economie, doordat rijke huishoudens relatief meer sparen dan arme huishoudens. Er zijn daarom meer spaartegoeden in de economie, waardoor de neutrale rente daalt.

²⁹ Een schok van +30% komt overeen met de langetermijnverwachtingen van CEP 2024 (CPB, 2024).

5 Schulden en internationale blootstelling

In dit hoofdstuk nemen we schulden in Nederland en wereldwijd onder de loep.³⁰ Hoge schuldposities, van overheden maar ook private sectoren, maken landen kwetsbaar voor schokken. Als daarnaast ook de rente oploopt, zoals de afgelopen periode het geval was, kan de terugbetaalcapaciteit van huishoudens, bedrijven en overheden onder druk komen te staan. In dit hoofdstuk bespreken wij de ontwikkelingen en risico's van schulden in Nederland en wereldwijd. In sectie 5.1 vergelijken we Nederlandse private en publieke schulden met die van andere Europese landen. Daarbij maken we onderscheid tussen schulden van de overheid, bedrijven en huishoudens. In sectie 5.2 gaan we in op de toenemende mondiale schuld. In sectie 5.3 bespreken we de directe blootstelling van Nederland aan deze schulden, en ter afsluiting gaat sectie 5.4 verder in op mogelijke indirecte effecten bij problemen met buitenlandse schulden.

5.1 Nederlandse en Europese schulden

De Nederlandse publieke en private schulden zijn in de sinds de financiële en eurocrisis sterk gedaald, waardoor de risico's voor de financiële stabiliteit zijn afgenomen. In deze sectie bespreken wij de ontwikkelingen in de schulden van de Nederlandse overheid, bedrijven en huishoudens in Europees perspectief. Vanwege de daling in schuldposities zijn Nederlandse schuldnemers financieel beter in staat om risico's, zoals beschreven in hoofdstuk 3, het hoofd te bieden.

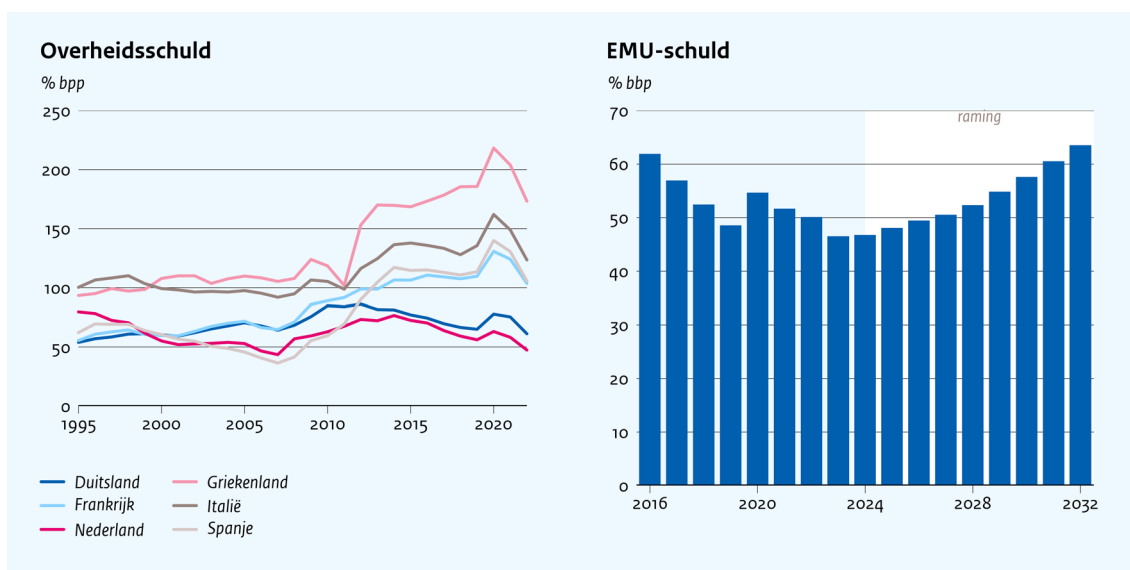
In vergelijking met andere landen heeft Nederland nu nog een lage overheidsschuld maar naar verwachting neemt die toe in de komende jaren. Ten opzichte van het bbp is de schuld van de Nederlandse overheid flink gedaald in de afgelopen tien jaar en is deze laag in vergelijking met andere Europese landen (figuur 5.1, links).³¹ Dit is een gunstig uitgangspunt, waardoor een toekomstige crisis makkelijker opgevangen kan worden. Het overheidstekort neemt echter bij ongewijzigd beleid de komende jaren toe. Nederland kampt met stijgende uitgaven aan sociale zekerheid en zorg vanwege vergrijzing (CPB, 2024). Bovendien lopen de rentelasten ook langzaam op. Het CPB raamt daarom een stijging van de overheidsschuld voor de komende jaren (CPB, 2024; figuur 5.1, rechts).³² Het is echter niet de verwachting dat de herfinanciering van de Nederlandse staatsschuld tot problemen gaat leiden. De looptijd van de schuld is namelijk behoorlijk toegenomen sinds 2020 (Janssen & Specker, 2023). Maar een oplopende schuld gecombineerd met een gematigd groeipad (sectie 3.3) en hogere rentes (sectie 4.1) zorgt wel voor een minder gunstige uitgangspositie om verschillende grote maatschappelijke uitdagingen – zoals vergrijzing, de energietransitie en geopolitieke spanningen – het hoofd te bieden (zie hoofdstuk 3).

³⁰ Hiermee geven wij ook invulling aan het verzoek vanuit de Tweede Kamer om een studie te doen naar de risico's van de mondiale schuldenlast (Kamerstukken II, 21501-20, nr. 1938, 2023). Met deze rapportage beschouwen wij deze motie als afgedaan.

³¹ De toe- en afname van de schuld ten opzichte van het bbp in de laatste jaren is vooral een noemereffect. In 2020 nam het bbp sterk af, waardoor de schuld als percentage van het bbp sterk toenam. In 2021 en 2022 herstelde de economie fors met als gevolg een daling van de schuldquote.

³² Deze schattingen zijn afkomstig uit het CEP (CPB, 2024) vóór de doorrekening van het Hoofdlijnenakkoord.

Figuur 5.1 De Nederlandse overheidsschuld is in internationaal perspectief laag (links), maar deze kan de komende jaren gaan oplopen (rechts)



Figuurnoot 1: De piek rond 2020 en de daaropvolgende daling is vooral het gevolg van bbp-ontwikkelingen ten tijde van de coronacrisis.

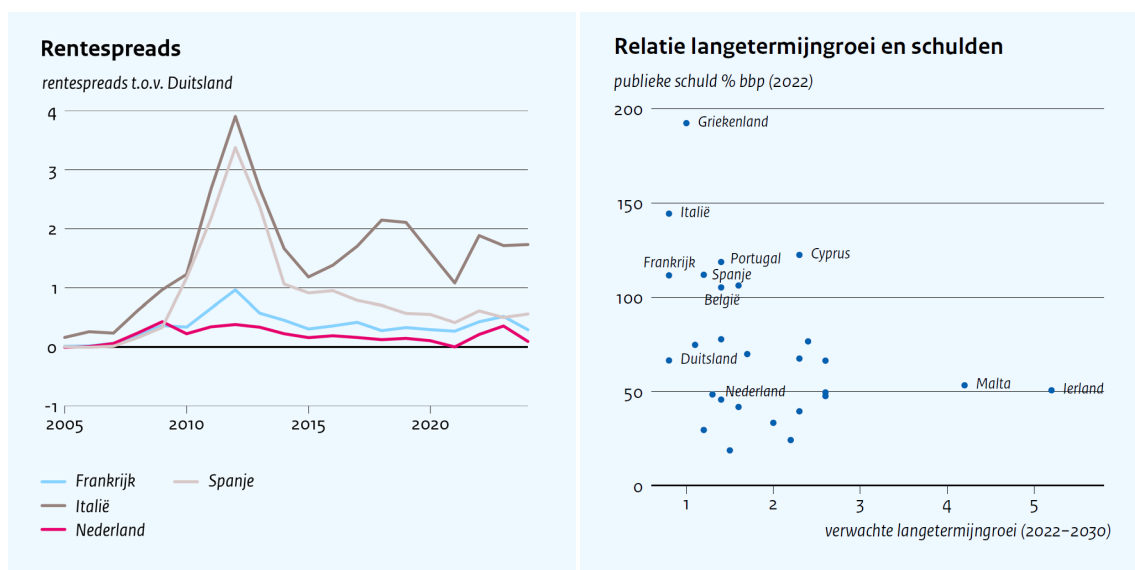
Figuurnoot 2: De EMU-schuld is gedefinieerd als de geconsolideerde overheidsschuld, gewaardeerd tegen nominale waarde, exclusief de transitorische schuld en de schuld op de titel financiële derivaten. De schuld bestaat uit: chartaal geld, kortlopende waardepapieren, obligaties, kortlopende leningen en langlopende leningen. De rechterfiguur omvat alleen geconsolideerde marktwaarde van schuldpapieren en leningen. Vanwege deze verschillen zijn er enige afwijkingen in omvang tussen de Eurostat- en CEP-data, maar de trend blijft hetzelfde.

Bron: Eurostat ([link](#)) en CPB ([link](#))

De terugbetaalcapaciteit van andere Europese landen is ondanks de dalende overheidsschuld nog steeds in het geding. Ten eerste zijn overheidsschulden in Zuid-Europese landen nog steeds relatief hoog (zie figuur 5.1, links). Dit maakt de economieën van deze landen kwetsbaar, omdat het minder fiscale ruimte geeft ten tijde van crises en problemen kan veroorzaken wanneer rentes stijgen. De gevolgen van de recente snelle stijging van de rente zijn relatief beperkt gebleven, omdat de uitstaande schuld veelal een lange looptijd heeft. De rentes van landen met hoge schulden zijn echter hoger dan voor landen met lage schulden (zie figuur 5.2, links). Een verdere stijging van de overheidsschuld leiden tot hogere opslagpremies. Dit knijpt de ruimte in de overheidsfinanciën af, met name in landen die reeds kampen met een groter overheidstekort. Dit geldt bijvoorbeeld in landen als Italië en Spanje, maar ook in Frankrijk en België. Hierdoor is het risico op een schulden crisis nog steeds aanwezig (zie sectie 5.4). Bovendien hebben landen met hoge publieke schulden veelal gematigde groeiverwachtingen (figuur 5.2, rechts).³³ Ook dit brengt de terugbetaalcapaciteit op de lange termijn in het geding. De schuldratio loopt automatisch verder op als de economie kleiner wordt.

³³ In hoofdstuk 3 bespreken we oorzaken en gevolgen van een gematigd groeipad.

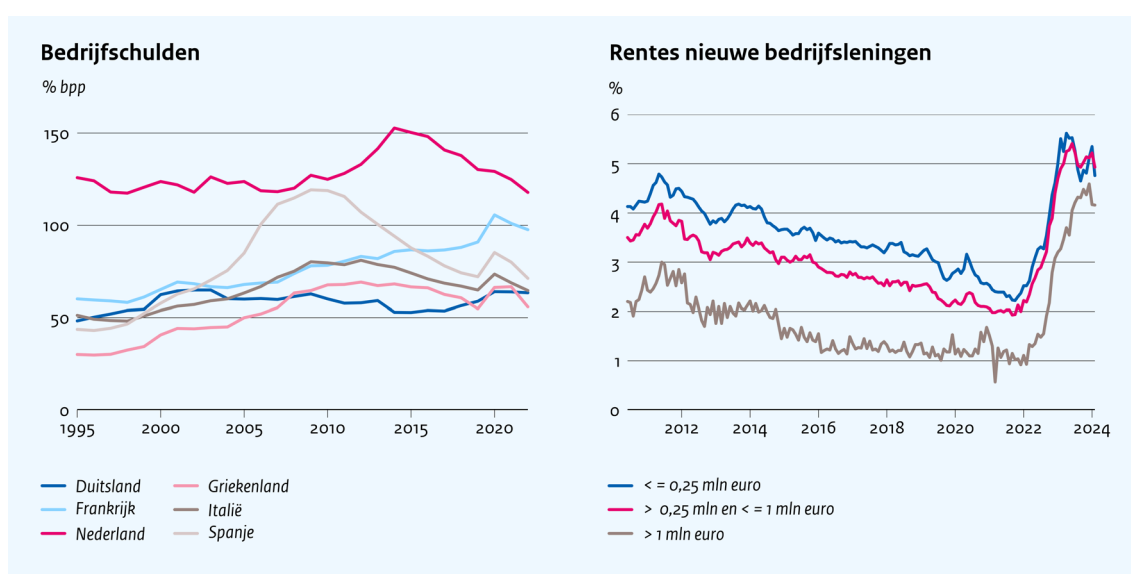
Figuur 5.2 Rentespreads (ten opzichte van Duitsland) zijn ongeveer half zo groot als ten tijde van de eurocrisis (links) en Europese landen met hoge overheidsschulden hebben ook relatief lage groeiverwachtingen (rechts)



Figuurnoot: Rentespreads laten het verschil zien tussen de rentes die andere landen betalen en die Duitsland betaalt. Bron: Datastream, Europese Commissie 2024 Ageing Report ([link](#)) en IMF Global Debt Database ([link](#))

Nederlandse bedrijven hebben in de afgelopen tien jaar hun schuldpositie sterk afgebouwd, waardoor de risico's voor de financiële stabiliteit afnemen. Dit zien we zowel op macroniveau (figuur 5.3, links) als op microniveau. Uit een diepgaande analyse van bedrijfsschulden blijkt dat de schuldratio's en rentelasten van Nederlandse bedrijven in de afgelopen vijftien jaar fors zijn gedaald en zijn de winsten juist sterk toegenomen (zie de nevenpublicatie). Lage schulden maken bedrijven weerbaar voor schokken, zoals de recent snel gestegen rente (figuur 5.3, rechts). Het kan echter ook een indicatie zijn dat bedrijven moeilijk toegang krijgen tot financiering en daardoor minder kunnen investeren. Op termijn brengt dat de groeipotentie van een economie in het geding.

Figuur 5.3 Relatief hoge maar dalende Nederlandse bedrijfsschulden (links), maar rentes op nieuwe bedrijfsleningen in Nederland zijn fors gestegen (rechts)



Bron: Eurostat ([link](#)) en DNB ([link](#))

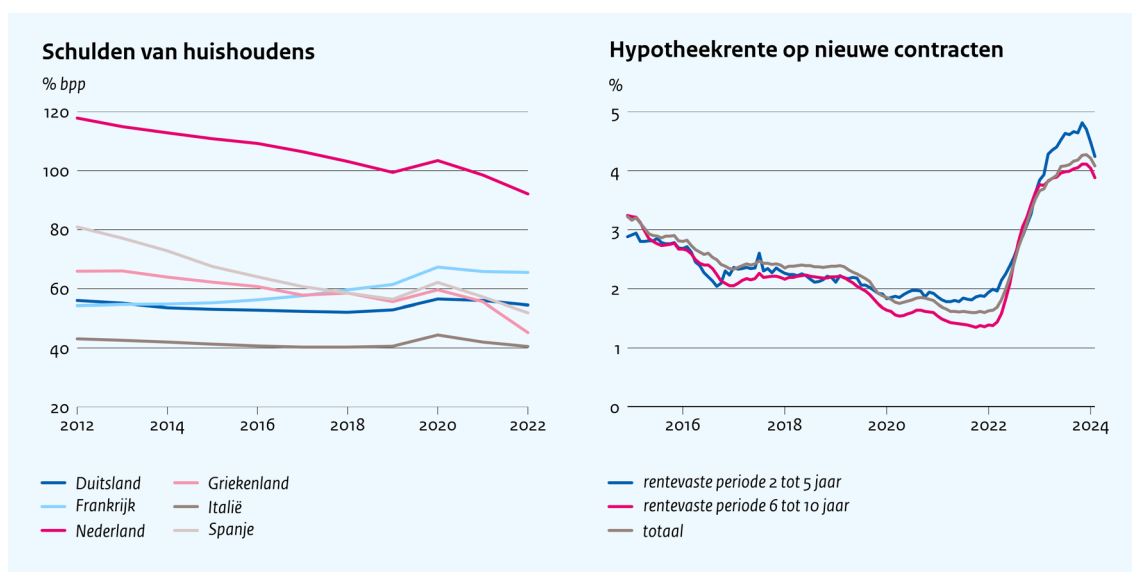
Schulden van bedrijven in andere Europese landen zijn substantieel lager dan in Nederland. Dit is te zien in figuur 5.3 (links). Bedrijfsschulden in Spanje en Italië zijn behoorlijk gedaald. In alle landen is een korte piek te zien ten tijde van de coronacrisis. Frankrijk daarentegen laat een lichte oploop zien. Franse ondernemingen zijn meer schulden aangegaan, maar deze zijn vooral ingezet om investeringen mee te doen (Dees et al., 2022). Dit hoeft dus niet direct een risico voor de financiële stabiliteit te behelzen.

Nederlandse huishoudens hebben in internationaal perspectief hoge schulden, maar hun financiële positie is in de sinds de financiële en eurocrisis wel sterk verbeterd. Ten opzichte van het bbp is de schuld van Nederlandse huishoudens in de afgelopen tien jaar met zo'n 30%-punt gedaald (figuur 5.4, links). Dit komt doordat schulden van Nederlandse huishoudens voornamelijk uit woninghypotheken bestaat. Beleid, zoals de geleidelijke verlaging van de *loan-to-value ratio* (LTV-ratio)³⁴ en de beperking van de aftrekbaarheid van rente op hypotheekschulden, heeft de groei van de hypothecaire schuld afgeremd (Spiegelhaar & Treur, 2019). Bij individuele Nederlandse huishoudens zien we een vergelijkbare trend: woonlasten en de ratio tussen de hypotheekschuld en de woningwaarde zijn gedaald en financiële buffers zijn toegenomen (Ciurila & Lammers, 2023). Dit maakt huishoudens beter in staat om toekomstige schokken op te vangen, zoals het verlies van werk of dalende huizenprijzen. Huishoudens beperken hun consumptie veelal na sterk dalende huizenprijzen, met neerwaartse druk op de economie als gevolg (Ji et al., 2019). Daar staat tegenover dat de recent opgelopen hypotheekrentes (figuur 5.4, rechts) huishoudens kwetsbaar maken die een aflopende rentevaste periode hebben en nog een grote hypotheekschuld open hebben staan. Nederlandse huishoudens zijn het afgelopen decennium weerbaarder geworden tegen schokken op de woningmarkt door de lagere woonlasten, afnemende schuldratio's en toegenomen financiële buffers (Ciurila & Lammers, 2023).

Ook de huishoudensschulden in andere Europese landen kennen een dalende trend.

Huishoudensschulden in de rest van Europa liggen op een substantieel lager niveau dan in Nederland. Een mogelijke oorzaak hiervan zijn strengere leennormen. Huishoudens moeten dan meer eigen geld inleggen om een woning te kunnen kopen. Zo kent Italië een relatief lage LTV-ratio (ECB, 2020). Net zoals in Nederland zijn de schulden van huishoudens afgebouwd of stabiel laag gebleven sinds de financiële en eurocrisis. Alleen in Frankrijk is er een lichte stijging van de huishoudensschuld te zien.

Figuur 5.4 Nederlandse huishoudensschulden zijn hoog maar dalende, (links), de hypotheekrente is flink gestegen sinds begin 2022 (rechts).



Bron: Eurostat ([link](#)) en DNB ([link](#))

³⁴ De *loan-to-value ratio* dicteert hoeveel men mag lenen ten opzichte van de taxatiewaarde van het huis. In Nederland is dat 100%.

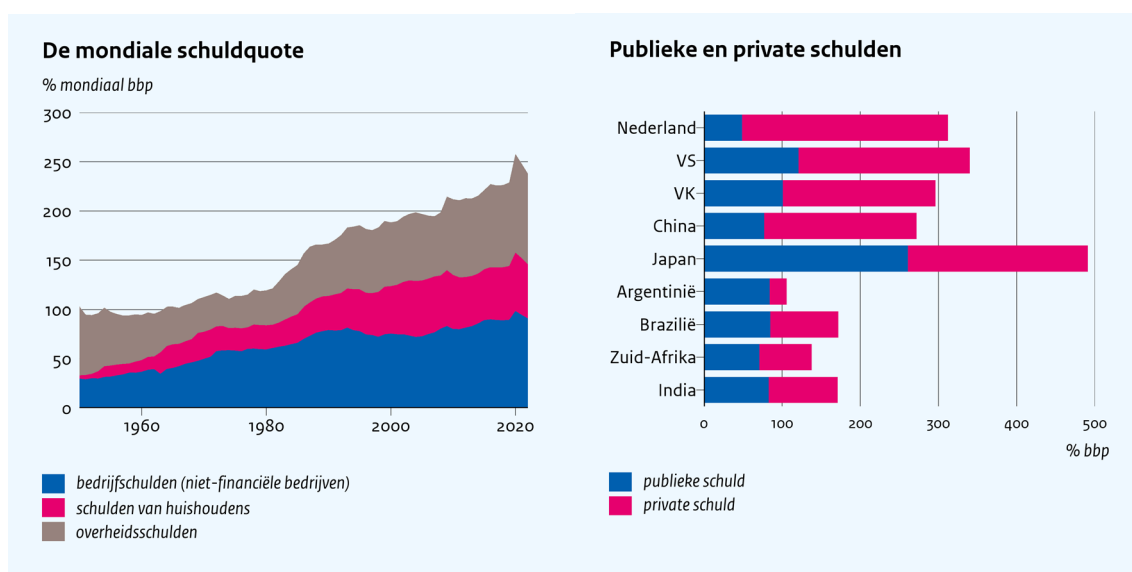
5.2 Wereldwijde schulden

De wereldwijde schuldquote kent al decennia een sterk stijgende trend, wat gecombineerd met de gestegen rentes, risico's met zich meebrengt voor de financiële stabiliteit. Bij economische of financiële tegenspoed kan de houdbaarheid van deze schulden in het geding komen, en daarmee tot onzekerheid en verliezen op financiële markten leiden. Dat vormt een risico voor de financiële stabiliteit, en kan eventueel ook Nederland raken.

De mondiale schuld kent een stijgende trend. Figuur 5.5 (links) laat de ontwikkeling in de mondiale publieke en private schuld zien. Hoewel de totale mondiale schuld in de afgelopen twee jaar wat is afgenomen, is de lange termijn trend nog steeds stijgend. De recente afname is vooral een noemer-effect en hangt samen met de coronapandemie. In 2020 nam wereldwijd het bbp sterk af, waardoor de schuld als percentage van het bbp sterk toenam. In 2021 en 2022 herstelden veel economieën fors met als gevolg een daling van de schuldquote. De totale mondiale schuld was vorig jaar 238% mondiaal bbp, dat is 9%-punt hoger dan in 2019.

Vooraf de toename van de schulden in China en de VS dragen bij aan de stijgende mondiale schuld. Bedroeg de schuldquote van China in 2010 nog 172%, in 2022 was het opgelopen tot 272%. Voor de VS nam de totale schuld toe van 320% in 2010 naar 340% in 2022. Daarmee kent de VS de hoogste schuldquote van de ontwikkelde landen, op Japan na. Die laatste bedroeg 491% in 2022 (zie figuur 5.5, rechts). De schuldquotes van de eurozone en de VK bedroegen respectievelijk 254% en 296% in 2022. De toename van de schuldquote van de VS is, net zoals voor andere ontwikkelde landen, vrijwel geheel het gevolg van de toename van de overheidsschuld. De private schuldquotes in ontwikkelde landen bleven sinds 2010 min of meer constant en bedroeg 164% in 2022. In China zijn daarentegen zowel de private als publieke schulden sterk toegenomen. De Chinese private schuldquote neemt sinds 2008 behoorlijk toe en bedroeg 195% in 2022. Zowel voor huishoudens als voor bedrijven neemt de schuldquote toe. Dat houdt vermoedelijk verband met de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt. Ook de schuldquotes van de ontwikkelingslanden nemen toe, maar zijn beduidend lager dan die van ontwikkelde landen (IMF, 2023c).

Figuur 5.5 De mondiale schuldquote groeit gestaag door (links) en hoge schulden in de VS, VK, China en Japan (rechts)



Figuurnoot: Bij de rechterfiguur gaat het om gegevens voor 2022, het laatst beschikbare jaar.
Bron: IMF Global Debt Database ([link](#))

Een hoge schuldquote gaat gepaard met financiële stabiliteitsrisico's. Wanneer de bezittingen die zijn aangekocht met leningen substantieel in waarde dalen, wordt het terugbetalen van die leningen bemoeilijkt. Dit kan leiden tot een schulden crisis. Waardedalingen van activa kunnen allerlei oorzaken hebben, zoals een recessie, stijgende rentes of het klappen van een bubbel. Er kan ook een zelfversterkend effect optreden. Bezittingen dalen alsmaar sneller in waarde, omdat ze verkocht worden om schulden af te betalen. Bovendien kunnen hoge schulden een rem zetten op de toekomstige economische activiteit. Hogere rentelasten kunnen bij bedrijven leiden tot minder investeringen (zie ook sectie 3.2). En bij overheden kunnen hogere rentelasten door verdringing leiden tot lagere overheidsuitgaven of meer schulduitgifte. Dat laatste kan op zijn beurt dan weer hogere rentes tot gevolg hebben, vooral als de economische groei achterblijft. Dit zet de toekomstige houdbaarheid van de mondiale schuld verder onder druk (Adrian et al., 2024). Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) verwacht een verdere stijging van de schuld op de lange termijn (IMF, 2023c). Dit kan de terugbetaalcapaciteit verder onder druk zetten.

Een toename van de schuldquote hoeft niet altijd negatief te zijn. Het reflecteert mogelijk ook een toename van de financieringsbehoefte voor (productieve) investeringen, of verdieping en/of ontwikkeling van de financiële markten in een land. Daarnaast kunnen schulden bij overheden worden ingezet om macro-economische schommelingen op te vangen, en kan de overheid bijvoorbeeld met extra uitgaven of belastingverlagingen de economische activiteit aanjagen.³⁵ Het is lastig om te bepalen wanneer schulden te hoog of juist te laag zijn. De centrale vraag is of de schuld wordt ingezet voor productieve investeringen of voor speculatieve bubbels. In het eerste geval zorgen de productieve investeringen – in bijvoorbeeld de volksgezondheid, onderwijs of innovatie – vanzelf voor meer groeipotentieel van de economie. Dit verbetert juist de schuldhoudbaarheid op de lange termijn. Wanneer er voornamelijk geleend wordt voor lopende uitgaven en speculatie op de internationale kapitaalmarkten, dan brengt dat inherent instabiliteit met zich mee.³⁶

5.3 Directe blootstelling aan buitenlandse schulden

Nederland heeft een van de grootste buitenlandse investeringsposities ter wereld en is daardoor direct blootgesteld aan de risico's in andere landen. Deze investeringen zijn grotendeels directe investeringen (*foreign direct investment*) (figuur 5.6).³⁷ Het gaat hier om investeringen van in Nederland gevestigde bedrijven en huishoudens, inclusief pensioenfondsen. Het overgrote gedeelte van deze investeringen komt door het verstrekken van eigen vermogen, ofwel aandelen van bedrijven elders (figuur 5.7, links). Als bedrijven en huishoudens verliezen maken op hun investeringen, kunnen ze moeite krijgen om de eigen leningen in Nederland terug te betalen. Dit is een tweede-orde-effect op de Nederlandse financiële stabiliteit.

Nederland is het meest direct blootgesteld aan de VS, het VK en Duitsland. De in Nederland gevestigde bedrijven en huishoudens hebben ongeveer 1400 mld dollar geïnvesteerd in de VS, 800 mld dollar in het VK en 600 mld dollar in Duitsland.³⁸ Als de waarde van deze bezittingen daalt, bijvoorbeeld doordat die bedrijven hun schulden niet meer kunnen terugbetalen, kan dit invloed hebben op de Nederlandse financiële stabiliteit. Via de internationale kapitaalmarkten is Nederland maar beperkt direct blootgesteld aan China (figuur 5.7, links). Voor zowel monetaire financiële instellingen als voor andere financiële instellingen, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, lijken de directe blootstellingen aan China beperkt te zijn (CPB, 2022c).

³⁵ Al hangt het effect hiervan af van de zogenoemde *multiplier*, zie bijvoorbeeld de CPB-studie van Huizinga en Katz (2024).

³⁶ Dit is het zogeheten *Minsky Effect*. Het gaat hier om een zelfversterkend effect waar de verwachting van stijgende activawaardes de waarde van activa verder en verder opdrijft, totdat deze niet meer in verhouding is tot de onderliggende waarde.

³⁷ Dit betreft investeringen met meer dan 10% belang.

³⁸ Er zit bovendien weinig dynamiek in deze investeringen: de buitenlandse investeringsposities van Nederlanders zijn zeer stabiel over de tijd.

Vertroebeld beeld door doorstroomconstructies

Doorstroomvennootschappen vertroebelen het beeld van blootstelling van Nederland aan andere landen. Een deel van de Nederlandse buitenlandse investeringspositie wordt veroorzaakt door doorstroomvennootschappen. Multinationals en andere vermogende partijen laten veel van hun investeringen om fiscale redenen door Nederland stromen. Daardoor kent Nederland relatief veel directe buitenlandse investeringen (figuur 5.10). Dit gebeurt via zogeheten *Special Purpose Entities* (SPE's) en holdings. Deze doorstroomconstructies zijn in de data te zien als buitenlandse investeringen van in Nederland gevestigde bedrijven. De verwachting is dat een waardedaling van een investering die via een SPE loopt ook weinig invloed heeft op de Nederlandse financiële stabiliteit, omdat SPE's een buitenlandse eigenaar hebben en een netto financieringsstroom van nul hebben. SPE's verklaren ongeveer een derde van de Nederlandse directe investeringsposities in het buitenland. De blootstelling aan het buitenland lijkt dus groter dan die daadwerkelijk is.

Het beeld wordt ook vertroebeld door holdings, wat soms doorstroomvennootschappen kunnen zijn. Nog eens een derde van de buitenlandse investeringspositie zijn investeringen van holdings (figuur 5.10). Van die groep is het niet vast te stellen of er sprake is van echte blootstelling, of dat de verliezen neerslaan bij buitenlandse eigenaren. Vaak is het doel van een holding om via een centraal orgaan de activiteiten van dochterbedrijven te coördineren. In dat geval is er dus echte blootstelling vanuit de holding naar haar dochters. Soms worden holdings echter opgetuigd vanwege belastingconstructies; dan is er weinig economische activiteit in de holding zelf en heeft het een buitenlandse eigenaar. Het risico voor de Nederlandse financiële stabiliteit is dan beperkt.

Figuur 5.10 Uitsplitsing Nederlandse buitenlandse blootstellingen



Bron: IMF CDIS ([link](#)), OECD ([link](#), [link](#)) en CPB-berekeningen

Er blijft een substantiële blootstelling aan het buitenland over wanneer we de doorstroomconstructies uit de data filteren. De top vijf landen blijft hetzelfde. Om deze redenen gebruiken we in de hoofdstuk de IMF-data zonder correctie. Er zijn alleen data beschikbaar over welk gedeelte van de Nederlandse directe buitenlandse investeringen via SPE's loopt. Dit betekent dat we het niet voor portfolio-investeringen in kaart kunnen brengen, en dus ook niet kunnen corrigeren voor holdings. Ook zijn deze data alleen voor Nederland beschikbaar; veel andere landen rapporteren dit niet.

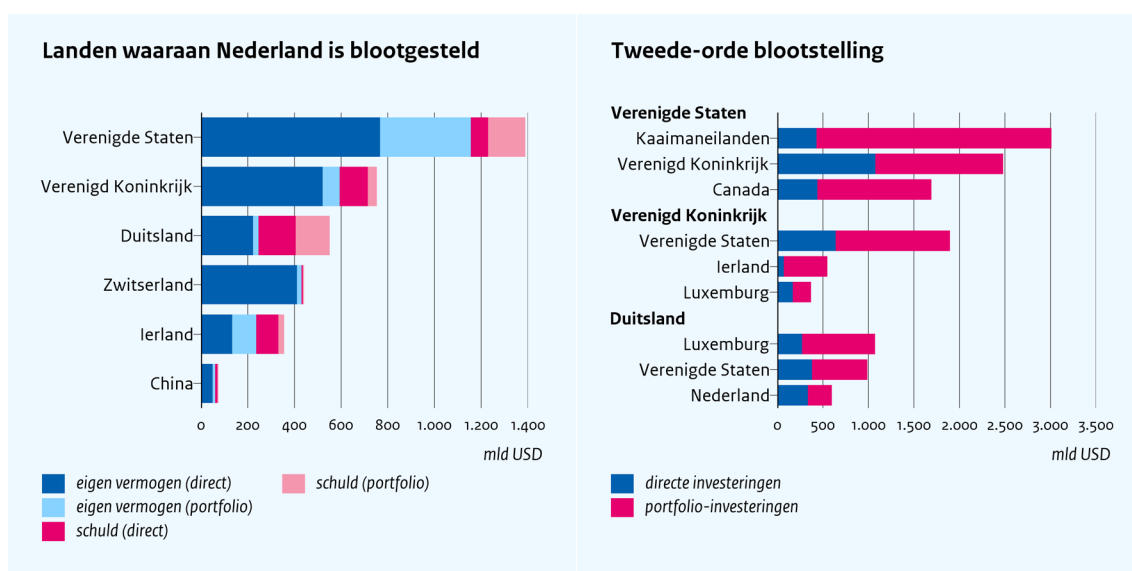
Figuur 5.6 Nederland kent een van de grootste investeringsposities



Bron: IMF Coordinated Direct Investment Survey (CPIS) ([link](#)) en IMF Coordinated Portfolio Investment Survey (CDIS) ([link](#))

Deze landen hebben ook weer een grote blootstelling aan elkaar, deze onderlinge verwevenheid maakt besmettingsrisico's groter. Zo staat Nederland ook weer in de top drie van de blootstellingen van Duitsland, vooral door middel van directe investeringen, en staan de VS en het VK bij elkaar in de top drie via vanwege met name portfolio-investeringen (figuur 5.7, rechts). Figuur 5.7 (links) toont alleen het initiële bestemmingsland voor de buitenlandse investeringen, niet hun uiteindelijke bestemming. Nederland is zelf als doorsluislid vaak slechts één schakel in een uitgebreide keten van financiële transacties. Het risico op verliezen via buitenlandse investeringen kan daardoor verspreid zijn over meerdere landen.

Figuur 5.7 Nederland investeert het meest in de VS, de VK en Duitsland (links) die landen zijn ook weer sterk verweven met elkaar (rechts)

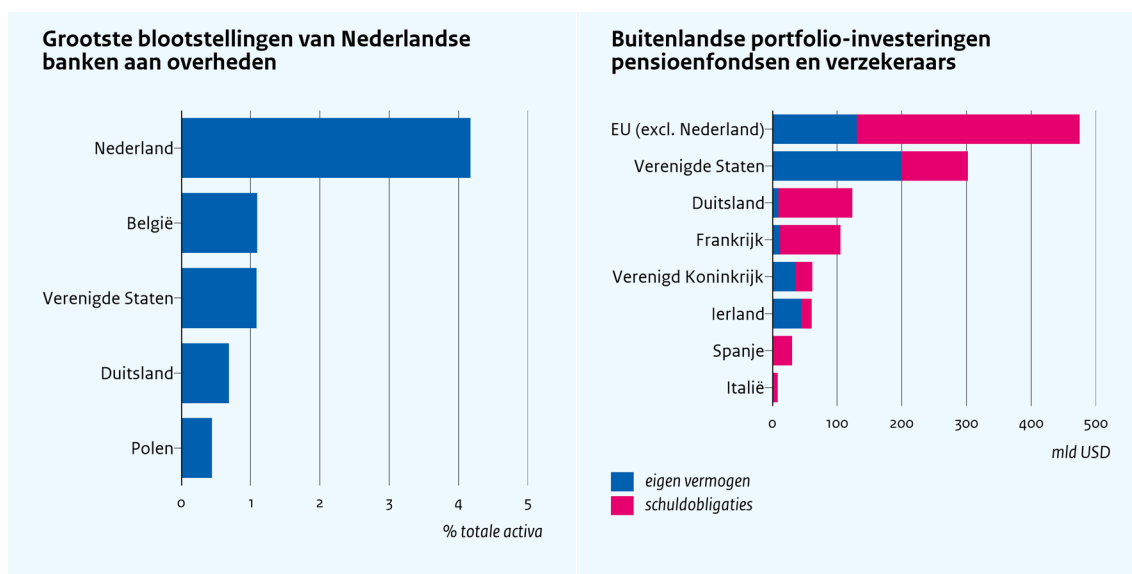


Figuurnoot: In de Coordinated Direct Investment Survey (CDIS) wordt directe investering gedefinieerd als een situatie met significante invloed over de grens, doorgaans door het bezit van 10% of meer van het stemrecht. Hieronder vallen de posities in eigen vermogen en schuldinstrumenten tussen de directe investeerder en de geïnvesteerde onderneming. Instellingen zoals financiële en niet-financiële ondernemingen, non-profitorganisaties, overheden en huishoudens kunnen deelnemen aan directe investeringen. Leningen tussen financiële tussenpersonen, worden niet meegenomen in de CDIS de Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS). Deze omvat aandelen- en schuldbewijzeninvesteringen onder deze 10%-drempel, evenals de eerder genoemde leningen tussen financiële tussenpersonen in een directe investeringsrelatie. Andere leningen worden niet meegenomen in de CPIS, tenzij ze verhandelbaar zijn.
Bron: IMF CDIS ([link](#)) en IMF CPIS ([link](#))

De grote buitenlandse investeringspositie van Nederland is goed te verklaren. Ten eerste is export van groot belang voor de Nederlandse economie. Nederland kent structureel een overschot op de lopende rekening, wat een weerspiegeling is van de inkomsten die worden gegenereerd via handel – deels op krediet – alsook via investeringen in het buitenland. Daarnaast zijn er in Nederland relatief veel besparingen, denk aan pensioenfondsen, die ook deels in het buitenland worden geïnvesteerd (Rojas-Romagosa & Van der Horst, 2015; Suyker & Wagteveld, 2019). Ook lopen er veel financiële constructies bij doorstroomvennootschappen, om zo te profiteren van fiscale voordelen, door Nederland (zie kader ‘Vertroebeld beeld door doorstroomconstructies’).

Desalniettemin zijn de gevolgen voor de Nederlandse financiële stabiliteit beperkt, onder andere omdat de buitenlandse investeringspositie groter lijkt dan dat die werkelijk is. Minimaal een derde van de buitenlandse investeringen is afkomstig van doorstroomvennootschappen.³⁹ Buitenlandse bedrijven vestigen een lege huls in Nederland die weer aandelen heeft in of schulden verstrekt aan andere buitenlandse bedrijven. Deze bedrijven doen dit om zo min mogelijk belasting te betalen en hebben eigenlijk geen, of zeer weinig, economische activiteit in Nederland.⁴⁰ De invloed van verliezen op hun buitenlandse investeringspositie hebben dus weinig invloed op de Nederlandse financiële stabiliteit. Ze slaan namelijk niet neer in Nederland, maar bij de buitenlandse eigenaren van die doorstroomvennootschappen.

Figuur 5.8 Nederlandse banken kennen een beperkte blootstelling aan buitenlandse overheidsschuld (links) en Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen investeren relatief weinig in Zuid-Europa (rechts)



Bron: European Banking Authority EU wide Transparency Exercise 2023 ([link](#)) met CPB-bewerking, CPIS IMF ([link](#)), eind 2022

Bovendien hebben niet alleen Nederlandse huishoudens en bedrijven relatief veilige buitenlandse investeringen; dit geldt ook voor de financiële instellingen. De blootstelling van Nederlandse banken aan andere overheden is klein (figuur 5.8, links). De blootstellingen zijn respectievelijk ongeveer 1% van totale activa naar de Belgische en Amerikaanse overheden, en 0,5% naar de Duitse overheid. De blootstelling aan overheden in Zuid-Europa is nog kleiner. Ook de buitenlandse investeringen van Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars zijn relatief veilig: ze zijn goed gediversifieerd en veelal belegd in veilige

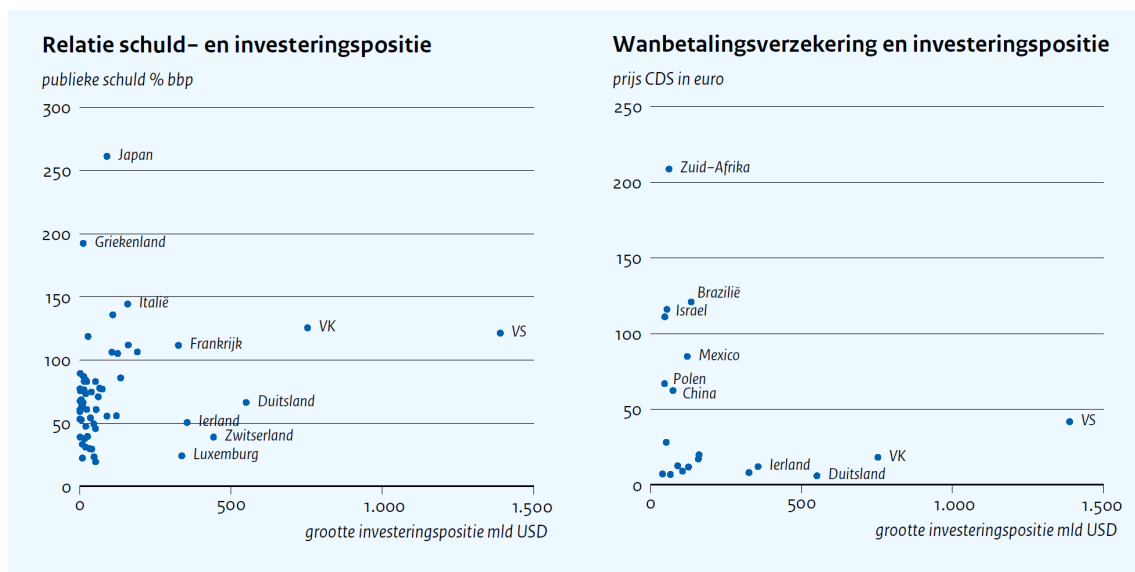
³⁹ Zie kader ‘Vertroebeld beeld door doorstroomconstructies’ voor een uitgebreide bespreking van het aandeel van de doorstroomvennootschappen in de buitenlandse investeringspositie van Nederland.

⁴⁰ Doorstroomvennootschappen zijn financiële ondernemingen die gekenmerkt worden door grote in- en uitgaande geldstromen en maar beperkte reële activiteiten kennen. Nederland kent een zeer uitgebreid belastingverdragenetwerk waardoor het voor multinationals fiscaal gezien aantrekkelijk is om inkomens door Nederland te laten stromen. Zie ook Lejour et al. (2019); Commissie-Dorstroomvennootschappen (2021); Moore en Berkenbos (2022).

landen. In totaal hadden Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars eind 2022 ongeveer 500 mld dollar geïnvesteerd in andere Europese landen (exclusief Nederland), tegenover 220 mld dollar in Nederland zelf. Van de Europese beleggingen is het grootste deel in Duitsland (124 mld dollar) en Frankrijk (105 mld dollar) geïnvesteerd, en maar een klein deel in Zuid-Europese landen (respectievelijk 17 en 8 mld dollar in Spanje en Italië). Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars hebben een groter belegd vermogen in de VS, met ongeveer 300 mld dollar. Al met al wijzen deze cijfers erop dat Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars redelijk gediversifieerd zijn in de beleggingen. Daardoor worden risico's op waardedalingen meer verspreid, en daarmee worden mogelijke verliezen beperkt.

Daarnaast schatten de internationale kapitaalmarkten de landen waarin Nederlanders vooral beleggen in als relatief veilig, ondanks de hoge staatsschuld van sommige landen. Sommige landen waaraan Nederland de grootste blootstelling heeft, kennen relatief hoge publieke schulden (figuur 5.9, links). Zo bedraagt de staatsschuld van de VS 120% bbp en de VK 130% bbp. Het risico van een investeringspositie heeft twee dimensies: de kans dat het mis gaat en het bedrag dat er mee gemoeid is. Een veelgebruikte indicator hiervoor is de prijs van een *credit default swap* (CDS) op de staatsschuld van een land. In feite is dit een verzekering voor als de tegenpartij de leensom niet terugbetaalt. Wanneer de prijs daarvan heel hoog is, schatten investeerders de kans hoog in dat een land de lening niet kan terugbetalen. De landen waaraan Nederland een grote blootstelling heeft, hebben relatief lage prijzen voor deze verzekeringen op wanbetaling (figuur 5.9, rechts).

Figuur 5.9 Sommige landen waarin Nederlanders veel investeren hebben een hoge staatsschuld (links), desalniettemin schatten de internationale kapitaalmarkten deze landen niet als zeer risicovol in (rechts)



Figuurnoot: De prijs voor wanbetalingen betreft alleen de beschikbare contracten die zijn afgesloten in euro, om zo wisselkoerseffecten uit te sluiten.

Bron: Datastream, IMF GDD ([link](#)), IMF CDIS ([link](#)) en IMF CPIS ([link](#))

De relatief grote investeringspositie van Nederland in de VS is echter wel gevoelig voor neerwaartse ontwikkelingen van de dollar. Hoewel daar op de korte termijn geen aanwijzingen voor zijn,⁴¹ zijn er langetermijnzorgen door verder oplopende begrotingstekorten en stijgende staatsschuld (CBO, 2024). De Democraten en Republikeinen kunnen het niet eens worden over de oplossing voor het tekort. Het schuldplafond voor de VS is de laatste jaren vaak op een erg laat moment opwaarts bijgesteld. Internationale kredietbeoordelaars hebben daarom hun oordeel aangepast; Fitch heeft vorig jaar de rating van Amerikaanse

⁴¹ Op korte termijn is er eerder opwaartse druk op de dollar, doordat de VS relatief snel groeit en ook de rente nog relatief hoog is.

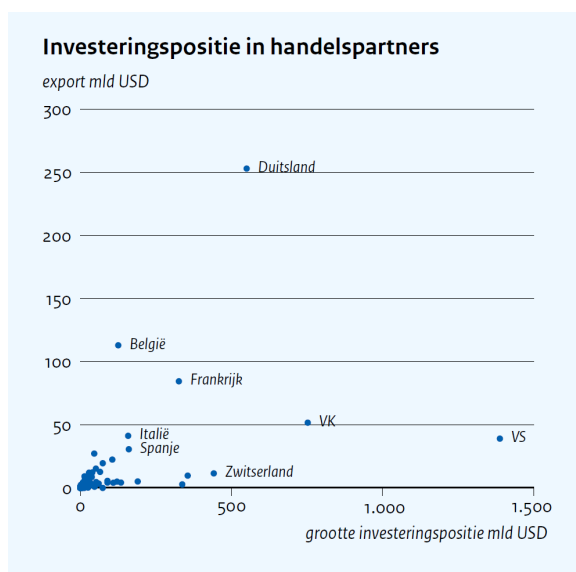
staatsschuld verlaagd van AAA naar AA+ (Fitch Ratings, 2023). En weliswaar heeft kredietbeoordelaar Moody's de rating van AAA nog niet aangepast, het heeft wel de vooruitzichten van de kredietstatus verlaagd van 'stabiel' naar 'negatief' (Barbuscia & Shalal, 2023). Dat kan op termijn gepaard gaan met verminderde interesse voor de overheidsschuld van de VS en een lagere vraag naar de dollar. Ook kunnen er strategische overwegingen van landen zijn om de dollar minder te gebruiken, bijvoorbeeld op grondstoffenmarkten (J.P. Morgan, 2023). Verder heeft China een grote hoeveelheid dollarreserves die al enkele jaren geleidelijk afneemt. Mochten die versneld op de markt komen, dan zet dat de dollar onder druk. De markt lijkt hier steeds meer rekening mee te houden. In figuur 5.9 (rechts) is ook te zien dat de wanbetalingsverzekering op de Amerikaanse staatsschuld substantieel hoger is dan die van bijvoorbeeld Duitsland en het VK.

5.4 Indirecte risico's buitenlandse schulden

Naast blootstelling via de internationale kapitaalmarkten, is Nederland ook kwetsbaar voor onrust in het buitenland vanwege de sterke internationale verwevenheid van de economie. De gevolgen van onze grote buitenlandse investeringspositie voor de Nederlandse financiële stabiliteit zijn waarschijnlijk beperkt (zie sectie 5.3). De indirecte blootstelling, door de economische internationale verwevenheid van Nederland, is daarentegen fors en kan een groter effect hebben op de economische en financiële stabiliteit. De afgelopen periode zijn er vooral zorgen over de indirecte effecten van een afwaardering van de dollar, de ontwikkelingen op de Chinese vastgoedmarkt en de schuldposities in Zuid-Europa (Tooze, 2024; Tan, 2023; Colijn, 2024). De gevolgen van deze risico's berekenen we in dit hoofdstuk.

De grootste handelspartners van Nederland zijn over het algemeen ook de landen waarin Nederlanders het meest investeren. Duitsland, België en Frankrijk zijn onze grootste handelspartners. Maar ook de export naar de VS en het VK is substantieel (figuur 5.11). Duitsland, de VS en de VK zijn ook de landen waarin Nederlandse huishoudens en bedrijven het meest investeren. Die financiële en economische verwevenheid heeft als consequentie dat als het economisch en/of financieel misgaat in een land waaraan Nederland via de kapitaalmarkt een grote blootstelling heeft, vermoedelijk niet alleen de kapitaalmarkten als transmissiekanaal fungeren, maar (vooral) ook de handel. Dat heeft een negatief effect op de export. In combinatie met toegenomen onzekerheid kan dat tot een neerwaarts effect op de economie en een toename van wanbetalingen leiden, en daarmee een negatief effect hebben op de financiële stabiliteit.

Figuur 5.11 Nederlanders investeren veel in landen die ook belangrijke handelspartners zijn



Bron: IMF GDD ([link](#)), IMF CDIS ([link](#)), IMF CPIS ([link](#)), IMF Direction of Trade Statistics ([link](#))

Een daling van de dollar kan dus negatieve effecten hebben op de Nederlandse economie en financiële sector. Zo zorgt een lagere dollar bijvoorbeeld voor hogere importprijzen voor de VS. Landen die veel exporteren naar de VS zullen daar dan hinder van ondervinden. Het aandeel van Amerika in de export van Nederland bedraagt ongeveer 5% en is stabiel over de tijd (Aerts et al., 2022), waardoor de directe handelseffecten te overzien zijn. Het indirecte effect is groter, aangezien Nederland naar andere landen exporteert die op hun beurt weer naar de VS exporteren.

Ook zijn er zorgen over haperingen in de Chinese economie, die de Nederlandse economie indirect kunnen raken. Er zijn verschillende uitdagingen voor de Chinese economie, waaronder de problemen die al langer spelen in de vastgoedsector (Huang & Lovely, 2023) en de zeer snelle stijging van de publieke schuld (Gaspar et al., 2023). Daarnaast kent China een lage inflatie, wat niet gunstig is voor de schuldpositie op de lange termijn (Amaghini et al., 2024). Nederland heeft via internationale kapitaalmarkten een beperkte directe blootstelling aan de Chinese economie. Maar de financiële sector kan harder geraakt worden als financiële instellingen in andere landen in betalingsproblemen komen vanwege een grotere blootstelling aan China. Dit kan via zowel economische als financiële verwevenheden naar Nederland overslaan (CPB, 2022c).

De Nederlandse financiële stabiliteit kan ook in het geding komen door de indirecte gevolgen van een Europese schuldencrisis. Banken in Zuid-Europa kennen namelijk een hogere mate van blootstelling aan de eigen overheid dan andere landen in de eurozone. Vooral in Italië bestaat een groot deel, circa 16%, van de totale activa nog uit blootstelling aan de eigen overheid. In Nederland is dit maar 2%.⁴² Dit verhoogt het risico op een neerwaartse spiraal (*doom loop*) tussen banken en overheden. Wanneer staatspapier in waarde daalt, leidt dit tot verliezen bij banken die deze op hun balans hebben staan. Banken die veel van deze schuld op de balans hebben, lijden een groter verlies. Om bankfaillissement te voorkomen, moet de overheid mogelijk ingrijpen door deze banken te herkapitaliseren. Bij hogere overheidsuitgaven daalt het staatspapier vervolgens weer verder in waarde, waardoor er een neerwaartse spiraal optreedt. Dit kan leiden tot forse kapitaalverliezen in landen als Griekenland, Italië, Portugal en Spanje. Hoewel de directe blootstelling aan die landen meevalt, kan het tweede-orde-effect van die onrust toch risico's vormen voor de Nederlandse financiële stabiliteit (CPB, 2023). Dit komt bijvoorbeeld door verhoogde onzekerheid op financiële markten, afschrijvingen op blootstellingen, en mogelijke steunprogramma's, zoals in navolging van de financiële crisis. Afgaande op de rentespread van enkele Europese landen (zie figuur 5.2, links) lijken markten dat op dit moment niet te verwachten. De rentespreads zijn ten opzichte van de periode van de eurocrisis grofweg gehalveerd.

Sinds de eurocrisis is er beleid gevoerd om de *doom loop* of de eventuele gevolgen daarvan te beperken; het is onduidelijk of dit voldoende is geweest. Ten eerste zijn er naar aanleiding van de eurocrisis twee fondsen opgericht met als doel de gevolgen van een eurocrisis te beperken: het Single Resolution Fund (SRF) voor individuele banken en het European Stability Mechanism (ESM). Het SRF bevat circa 77 mld euro (Single Resolution Board, 2023),⁴³ en het ESM bevat 422 mld euro (Rey & Sušec, 2024). De vraag is of deze fondsen toereikend zijn in het geval dat er sprake is een forse systeemcrisis waarin een *doom loop* optreedt in een of meerdere grote eurolanden (Tordoir, 2022). Bovendien is er veel voorgenomen beleid nog niet voltooid: de bankenunie, een Europees depositogarantiestelsel, de gemeenschappelijke achtervang voor het SRF en de positieve risicoweging van staatsobligaties op bankbalansen.

⁴² Dit cijfer verschilt van de 4% in figuur 5.8 (links), omdat publieke banken zoals de Nederlandse Waterschapsbank en Bank Nederlandse Gemeenten hier niet zijn meegenomen. Deze percentages bevatten zowel schuld papier als leningen aan eigen overheid. Bron: CPB-berekeningen op basis van ECB-data.

⁴³ Dit is ongeveer 1% van alle deposito's die gedekt worden door het depositogarantiestelsel.

Referenties

- Adrian, T., Boyarchenko, N., & Giannone, D. (2019). Vulnerable growth. *American Economic Review*, 109(4), 1263-1289. <https://doi.org/10.1257/aer.20161923>
- Adrian, T., Gaspar, V., & Gourinchas, P.-O. (2024). *The fiscal and financial risks of a high-debt, slow-growth world*. IMF. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2024/03/28/the-fiscal-and-financial-risks-of-a-high-debt-slow-growth-world>
- Aerts, N., Van den Berg, M., Creemers, S., Draper, H., Mounir, A., & Rooyackers, J. (2022). *Internationale handel in goederen: samenstelling en geografie*. Centraal Bureau voor de Statistiek. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://longreads.cbs.nl/nederland-handelsland-2022/internationale-handel-in-goederen-samenstelling-en-geografie/>
- Alessi, L., & Kerssenfischer, M. (2019). The Response of Asset Prices to Monetary Policy Shocks: Stronger than Thought. *Journal of Applied Econometrics*, 34(5), 661-672. <https://doi.org/10.1002/jae.2706>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Barbuscia, D., & Shalal, A., (2023). Moody's turns negative on US credit rating, draws Washington ire. *Reuters*. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.reuters.com/markets/us/moodys-changes-outlook-united-states-ratings-negative-2023-11-10/>
- Bergeaud, A., Cette, G. & Lecat, R. (2016). Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012. *Review of Income and Wealth*, 62(3), 420-444. <https://doi.org/10.1111/roiw.12185>
- Berger, T., Kempa, B. & Zou, F. (2023). The Role of Macroeconomic Uncertainty in the Determination of the Natural Rate of Interest. *Economics Letters*, 229, 111-191. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2023.111191>
- Bettendorf, L. & Polder, M. (2024). *National Productivity Board 2023 annual report*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-national-productivity-board-2023-annual-report_1.pdf
- Bonam, D., Hebbink, G., & Pruijt, B. (2024). *Drivers of Dutch inflation during the pandemic era*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.dnb.nl/media/urepsze5/dnb-analysis-drivers-of-dutch-inflation-during-the-pandemic-era.pdf>
- Brand, C., Lisack, N., & Mazelis, F. (2024). Estimates of the Natural Interest Rate for the Euro Area: An Update. *ECB Economic Bulletin Issue 1/2024*. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2024/html/ecb.ebbox202401_07-72edc611d3.en.html
- BuZa (2024). *Onderzoek langetermijnbehoefte LNG in Nederland*. Ministerie van Buitenlandse Zaken. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.tweedekamer.nl/downloads/document?id=2024D18337>
- CBO (2024). *The Long-Term Budget Outlook: 2024 to 2054. Executive Summary*. Congressional Budget Office. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.cbo.gov/system/files/2024-03/59711-LTBO-Executive-Summary.pdf>

- CBS (2024). *Economische groei*. Centraal Bureau voor de Statistiek. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/visualisaties/dashboard-economie/bbp/economische-groei>
- Ciurila, N., & Lammers, S.. (2023). *Ontwikkelingen op de woningmarkt en financiële risico's*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-Ontwikkelingen-op-de-woningmarkt-en-financiele-risicos.pdf>
- Ciurila, N., Elbourne, A., Luginbuhl, R., & Teulings, R. (2022). *Structural Causes of Low Interest Rates*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-publicatie_structural_causes_low_interest_rates-def.pdf
- Colijn, B. (2024,). *Southern Europe to feel the most lingering pain this year from ECB rate hikes*. ING. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://think.ing.com/articles/the-pain-from-ecb-hikes-will-be-felt-most-in-southern-europe-in-2024/>
- Commissie-Doorstroomvennootschappen (2021). *Op weg naar acceptabele doorstroom*. Ministerie van Financiën. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2021/11/22/rapport-commissie-doorstroomvennootschappen-op-weg-naar-acceptabele-doorstroom>
- Comunale, M., & Nguyen, A. D. M. (2023). *A Comprehensive Macroeconomic Uncertainty Measure for the Euro Area and Its Implications to COVID-19*. IMF. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/11/03/A-Comprehensive-Macroeconomic-Uncertainty-Measure-for-the-Euro-Area-and-its-Implications-to-540835>
- Cooper, D., Fuhrer, J. C., & Olivei, G. (2020). *Predicting recessions using the yield curve: The role of the stance of monetary policy*. *Federal Reserve Bank of Boston Research Paper Series Current Policy Perspectives Paper*, 87522. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.bostonfed.org/publications/current-policy-perspectives/2020/predicting-recessions-using-the-yield-curve.aspx>
- CPB (2022a). *Macro Economische Verkenning 2023*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Raming-Macro-Economische-Verkenning-MEV-2023.pdf>
- CPB (2022b). *Scenario's energieprijzen*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Scenarios-energieprijzen.pdf>
- CPB (2022c). *Risicorapportage Financiële Markten 2022*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Notitie-Risicorapportage-Financiele-markten-2022.pdf>
- CPB (2023). *Risicorapportage Financiële Markten 2023*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-Risicorapportage-Financiele-markten-2023.pdf>
- CPB (2024). *Centraal Economisch Plan 2024*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Raming-Centraal-Economisch-Plan-CEP2024.pdf>
- De Bondt, H., Buiten, G., Polder, M., & Van Rossum, M. (2021). *De Nederlandse productiviteitspuzzel. Overzicht, enkele uitkomsten en uitdagingen rondom het meten van productiviteit*. Centraal Bureau voor de Statistiek.

- Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/longread/discussion-papers/2021/de-nederlandse-productiviteitspuzzel>
- Dees, S., Gebauer, S., Goncalves, T., & Thubin, C. (2022). *The Financing Structure of Non-Financial Corporations and Macro-Financial Implications in France*. Banque de France. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.banque-france.fr/system/files/2023-01/wp880.pdf>
- DNB (2019). *Overzicht Financiële Stabiliteit. Najaar 2019*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.dnb.nl/media/mgfnod11/overzicht-financiele-stabiliteit-najaar-2019.pdf>
- DNB (2023). *Overzicht Financiële Stabiliteit. Najaar 2023*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van https://www.dnb.nl/media/1byoznne/77061_dnb_ofs-najaar-2023_tg_pdfu.pdf
- DNB (2024). *Huishoudens sparen weer evenveel als voor corona*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/statistiek/2024/huishoudens-sparen-weer-evenveel-als-voor-corona/>
- Draghi, M. (2016). *Addressing the Causes of Low Interest Rates* (toespraak, 2 mei 2016). ECB. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.en.html>
- D'Orazio, A., Ferriani, F., & Gazzani A. (2024, 18 maart). *Geoeconomic fragmentation and firms' financial performance*. CEPR. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://cepr.org/voxeu/columns/geoeconomic-fragmentation-and-firms-financial-performance>
- Duval, R., Hong, G. H., & Timmer, Y. (2020). *Financial frictions and the great productivity slowdown*. *The Review of Financial Studies*, 33(2), 475-503. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhzo63>
- EBA (2023). *2023 EU wide transparency exercise*. Europese Bankautoriteit. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-transparency-exercise>
- EC (2023a). *2024 Ageing Report. Underlying Assumptions & Projection Methodologies*. Europese Commissie. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/ea60b7c2-1b91-4e28-b651-2385d589e8c4_en?filename=ip257_en_1.pdf
- EC (2023b). *Structure of general government gross debt – end of 2022*. Europese Commissie. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/w/ddn-20230619-1>
- ECB (2020) *Financial Stability Review*. Europese Centrale Bank. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202005-1b7555f66.en.html>
- ECB (2023). *ECB houdt kapitaalvereisten in 2023 gelijk, want de banken blijven schokbestendig*. Europese Centrale Bank. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ssm.pr230208-8971619db2.nl.html>
- ECB (2024). *Asset purchase programmes*. Europese Centrale Bank. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

- Eisfeldt, A. L., Schubert, G. en Zhang, M. B. (2023). *Generative AI and Firm Values*. NBER Working Paper Series. <https://doi.org/10.3386/w31222>
- Elsayed, A. H., & Helmi, M. H. (2021). Volatility transmission and spillover dynamics across financial markets: the role of geopolitical risk. *Annals of Operations Research*, 305(1), 1-22. <https://doi.org/10.1007/s10479-021-04081-5>
- Erken, H., Van Es, F., & Groeneweegen, J. (2021). Het groeipotentieel van de Nederlandse economie tot 2030. *Rabobank*. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.rabobank.nl/kennis/do11322044-het-groeipotentieel-van-de-nederlandse-economie-tot-2030>
- Fernández-Villaverde, J., Marbet, J., Nuño, G., & Rachedi, O. (2024). Monetary policy strategy and the natural rate. *CEPR*. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://cepr.org/voxeu/columns/monetary-policy-strategy-and-natural-rate>
- Fitch Ratings (2023). *Fitch Downgrades the United States' Long-Term Ratings to 'AA+' from 'AAA'; Outlook Stable*. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023>
- Gambacorta, L., Hofmann, B., & Peersman, G. (2014). The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(4), 615-642. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12119>
- Gaspar, V., Poplawski-Ribeiro, M., & Yoo, J. (2023). *Global debt is returning to its rising trend*. IMF. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/09/13/global-debt-is-returning-to-its-rising-trend>
- Giglio, S., Kelly, B., & Pruitt, S. (2016). Systemic risk and the macroeconomy: An empirical evaluation. *Journal of Financial Economics*, 119(3), 457-471. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.01.010>
- Gill, I., & Ayhan Kose, M. (2024). *5 major risks confronting the global economy in 2024*. Brookings. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.brookings.edu/articles/5-risks-global-economy-2024/>
- Goes, C., & Bekkers, E. (2022). *The Impact of Geopolitical Conflicts on Trade, Growth, and Innovation*. World Trade Organization. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van https://www.wto.org/english/res_e/reser_e/ersd202209_e.htm
- Goto, E. (2023). International Comovement of R*: A Case Study of the G7 Countries. *Journal of Empirical Finance*, 74, art.101425. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2023.101425>
- Grabska, K., Bettendorf, L., Luginbuhl, R., Meijerink, G., & Elbourne, A. (2017). *Productivity Slowdown. Evidence for the Netherlands*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Communication-7march2017-Productivity-Slowdown.pdf>
- Groot, J., & Schram, E. (2024). Records op de aandelenbeurzen, maar de rally kan niet op al te veel liefde rekenen. *Het Financieele Dagblad*. Geraadpleegd op 25 april 2024, van <https://fd.nl/financieele-markten/1504061/records-op-de-aandelenbeurzen-maar-de-rally-kan-niet-op-al-te-veel-liefde-rekenen>

- Hasse, J. B., & Lajaunie, Q. (2022). Does the yield curve signal recessions? New evidence from an international panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 84, 9-22.
<https://doi.org/10.1016/j.qref.2022.01.001>
- Hausman, J., & Wongswan, J. (2011). Global Asset Prices and FOMC Announcements. *Journal of International Money and Finance*, 30(3), 547-571. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.01.008>
- Heil, M. (2019). Finance and productivity: A literature review. *Contemporary Topics in Finance: A Collection of Literature Surveys*, 151-182. <https://doi.org/10.1002/9781119565178.ch6>
- Holston, K., Laubach, T. & Williams, J. C. (2023). *Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19*. FRB of New York Staff Report 1063. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4482053>
- Huang, T., & Lovely, M.E. (2023). *Five big uncertainties facing the Chinese economy in 2024*. Peterson Institute for International Economics. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/five-big-uncertainties-facing-chinese-economy-2024>
- Huizinga, A., & Katz, M. (2024). *Recente inzichten over belastingmultipliers*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-notitie-recente-inzichten-over-belastingmultipliers_o.pdf
- Huizinga, J., & Mishkin, F. S. (1984). Inflation and real interest rates on assets with different risk characteristics. *The Journal of Finance*, 39(3), 699-712. <https://doi.org/10.2307/2327929>
- Hunnicut, T., & Holland, S. (2024). Biden sharply hikes US tariffs on an array of Chinese imports. *Reuters*. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://www.reuters.com/markets/us/biden-sharply-hikes-us-tariffs-billions-chinese-chips-cars-2024-05-14/>
- IMF (2023a). *Global Financial Stability Report*. Internationaal Monetair Fonds. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>
- IMF (2023b). The Natural Rate of Interest: Drivers and Implications for Policy. In IMF, *World Economic Outlook, April 2023: A Rocky Recovery* (pp. 45-67). <https://doi.org/10.5089/9798400224119.081>
- IMF (2023c). *Global Debt Monitor 2023*. Internationaal Monetair Fonds. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.imf.org/-/media/Files/Conferences/2023/2023-09-2023-global-debt-monitor.ashx>
- IMF (2024a). *Global Financial Stability Report*. Internationaal Monetair Fonds. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2024/04/16/global-financial-stability-report-april-2024>
- IMF (2024b). *World Economic Outlook. Steady but Slow: Resilience amid Divergence*. Internationaal Monetair Fonds. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2024/04/16/world-economic-outlook-april-2024>
- Janssen, H., & Specker, I. (2023). Looptijd staatsobligaties loopt nog op, ondanks gestegen rente. *ESB*. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://esb.nu/looptijd-staatsobligaties-loopt-nog-op-ondanks-gestegen-rente/>

- Ji, K., Teulings, R., & Wouterse, B. (2019). *Disentangling the effect of household debt on consumption*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/cpb-discussion-paper-395-disentangling-the-effect-of-household-debt-on-consumption.pdf>
- J.P. Morgan (2023). De-dollarization: Is the US losing its dominance? Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.jpmorgan.com/insights/global-research/currencies/de-dollarization>
- Kamerstukken II, 21501-20, nr. 1938. (2023). Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/moties/detail?id=2023Z04147&did=2023D09693>
- Kaya, A. (2024). How are geopolitical risks affecting the world economy? *Economics Observatory*. Geraadpleegd op 5 juni 2025, van <https://www.economicsobservatory.com/how-are-geopolitical-risks-affecting-the-world-economy>
- Lammers, S., & Van Stiphout-Kramer, B. (2023). Bankwinsten stegen niet alleen door rente. *ESB*. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://esb.nu/bankwinsten-stegen-niet-alleen-door-rente/>
- Lammers, S., Scheepstra, F., & Elbourne, A., (2024). *Analyse van bedrijfsschulden*. Centraal Planbureau.
- Lejour, A., Möhlmann, J., & Van 't Riet, M. (2019). *Doorsluisland NL doorgelicht*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Policy-Brief-2019-01-Doorsluisland-NL-doorgelicht.pdf>
- Mersch, Y. (2020). *Asset price inflation and monetary policy* (toespraak, 27 januari 2020). ECB. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200127-f80408b6da.en.html>
- Mester, L. J. (2021). *Financial Stability and Monetary Policy in a Low Interest Rate Environment* (toespraak, 22 juni 2021). Federal Reserve Bank of Cleveland. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://www.clevelandfed.org/collections/speeches/2021/sp-20210622-financial-stability-and-monetary-policy-in-a-low-interest-rate-environment>
- Miah, F., Khalifa, A. A., & Hammoudeh, S. (2016). Further evidence on the rationality of interest rate expectations: A comprehensive study of developed and emerging economies. *Economic Modelling*, 54, 574-590. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.12.036>
- Moore, P., & Berkenbos, A., (2022). *De doorstroom via Nederland in kaart*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.dnb.nl/media/vs4bxf5l/dnb-analyse-de-doorstroom-via-nederland-in-kaart.pdf>
- Obstfeld, M. (2023). *Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future*. NBER Working Paper Series 31949. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van https://www.nber.org/system/files/working_papers/w31949/w31949.pdf
- Paul, P. (2020). The Time-Varying Effect of Monetary Policy on Asset Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 102(4), 690-704. https://doi.org/10.1162/rest_a_00840
- Platzer, J., Tietz, R., & Lindé, J. (2022). Natural versus neutral rate of interest: Parsing disagreement about future short-term interest rates. *CEPR*. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://cepr.org/voxeu/columns/natural-versus-neutral-rate-interest-parsing-disagreement-about-future-short-term>

- Rey, M., & Sušec, M. (2024). *Europe's common financial response to challenges: What has already been done*. European Stability Mechanism. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van [https://www.esm.europa.eu/blog/europes-common-financial-response-challenges-what-has-already-been-done#:~:text=The%20European%20Stability%20Mechanism%20\(ESM,during%20the%20euro%20area%20crisis](https://www.esm.europa.eu/blog/europes-common-financial-response-challenges-what-has-already-been-done#:~:text=The%20European%20Stability%20Mechanism%20(ESM,during%20the%20euro%20area%20crisis).
- Rijksoverheid (2024). *Uitstaande coronaschuld blijft dalen, Belastingdienst blijft hulp bieden*. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.rijksoverheid.nl/actueel/nieuws/2024/02/07/uitstaande-coronaschuld-blijft-dalen-belastingdienst-blijft-hulp-bieden>
- Rojas-Romagosa, H., & Van der Horst, A. (2015). *Causes and policy implications of the Dutch current account surplus*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/publicaties/download/cpb-policy-brief-2015-05-causes-and-policy-implications-dutch-current-account-surplus.pdf>
- Schulenberg, R., & Vlekke, M. (2022). *Stresstest kosten van levensonderhoud*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/stresstest-kosten-van-levensonderhoud>
- Single Resolution Board (2023). *Single Resolution Fund grows by €11.3 billion to reach € 77.6 billion*. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://www.srb.europa.eu/en/content/single-resolution-fund-grows-eu113-billion-reach-eu-776-billion>
- Smales, L. A. (2021). Geopolitical risk and volatility spillovers in oil and stock markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, 358-366. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.03.008>
- Soederhuizen, B., & Bettendorf, L. (2024). *Op zoek naar de oorzaken van inflatie in Nederland*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB_Publicatie-op-zoek-naar-de-bronnen-van-de-inflatie-in-nederland.pdf
- Soederhuizen, B., Bettendorf, L., Elbourne, A., Kramer, B., Meijerink, G., & Wache, B. (2023). *Simulatie energieprijzen en bedrijfswinsten*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-Simulatie-energieprijzen-en-bedrijfswinsten_o.pdf
- Soederhuizen, B., Kramer, B., van Heuvelen, H. G., Luginbuhl, R. (2021). *Optimal capital ratios for banks in the euro area*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Discussion-Paper-429-Optimal-capital-ratios-for-banks-in-the-euro-area.pdf>
- Spiegelaar, L. & Treur, L. (2019). Risico's hoge private schulden in Nederland te overzien. *ESB*, 104(4776), 8, 344-347.
- Suyker, W., & Wagteveld, S. (2019). *A fresh look at the Dutch current account surplus*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/cpb-achtergronddocument-lopende-rekening-definitief.pdf>
- Swierstra, R., Verberk, M., & Vlekke, M. (2024). *Prijzontwikkeling van consumptie: Verschillen tussen huishoudens*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB_Publicatie-prijzontwikkeling-van-consumptie-verschillen-tussen-huishoudens.pdf
- Tan, H. (2023). China's property crisis could get even uglier. *Business Insider*. Geraadpleegd op 5 juni 2023, van <https://www.businessinsider.com/china-economy-property-crisis-vanke-get-uglier-analyst-charlene-chu-2024-3?international=true&r=US&IR=T>

- Thiel, J. & Zaunbrecher, H. (2023). *De impact van leennormen op huurders, huizenbezitters en investeerders*. Centraal Planbureau. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-De-impact-van-leennormen-op-huurders-huizenbezitters-en-investeerders.pdf>
- Todorov, K., & Vilkov, G. (2024). What could explain the recent drop in VIX? *BIS Quarterly Review*. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2403x.htm
- Tooze, A. (2024). Dangers of dollar nationalism hang over the world economy. *Financial Times*. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.ft.com/content/adoe0403-5b77-4205-ba20-6b214427a0c9>
- Tordoir, S. (2022). *The European Stability Mechanism is not ready for the next crisis*. Centre for European Reform. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.cer.eu/insights/european-stability-mechanism-not-ready-next-crisis>
- Van Rein, E., & Knoop, B. (2024). Makelaars: aanbod koophuizen daalt hard. *Het Financieel Dagblad*. Geraadpleegd op 5 juni 2024, van <https://fd.nl/bedrijfsleven/1513254/makelaars-aanbod-koophuizen-daalt-hard>
- Wache, B., Boeters, S., Mavus Kütük, M., Meijerink, G., Van 't Riet, M., & Sommer, K. (2024). *Geopolitieke ontkoppelings- en integratiescenario's voor de wereldhandel*. Centraal Planbureau. https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB_Publicatie_geopolitieke_ontkoppelings_en_integratie_scenarios_voor_de_wereldhandel.pdf
- Williams, J. C. (2014). *Monetary Policy at the Zero Lower Bound*. Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings. Geraadpleegd op 3 juni 2024, van <https://www.brookings.edu/articles/monetary-policy-at-the-zero-lower-bound-putting-theory-into-practice/>

Bijlage

Tabel A.1 Indicatoren voor de stand van de Nederlandse economie

Prijzen, bbp en bestedingen	Toelichting	Bron
Inflatie EA (j-o-j)	Jaarlijkse groeivoet van Harmonized Index of Consumer Prices (hicp), alle items, per maand	Eurostat (link)
Inflatie NL (j-o-j)	Jaarlijkse groeivoet van Harmonized Index of Consumer Prices (hicp), alle items, per maand	Eurostat (link)
Bbp (k-o-k)	Kwartaal-op-kwartaal groei van bbp-volumes, opbouw vanuit finale bestedingen, per kwartaal	CBS (link)
Consumptie (j-o-j)	Binnenlandse consumptieve bestedingen van huishoudens; nationale rekeningen, koopdaggecorrigeerd, 2015=100, jaarlijkse volumemutaties per maand	CBS (link)
Consumentenvertrouwen	Consumentenvertrouwen, gemiddelde van deelvragen naar ontwikkelingen Nederlandse economie, eigen financiële situatie, economisch klimaat en koopbereidheid, het saldo betreft het aantal positief of negatief gestemde consumenten, seizoensgecorrigeerd, per maand	CBS (link)
Investerings materiële vaste activa (j-o-j)	Bruto-investeringen in materiële vaste activa, jaarlijkse volumeontwikkelingen, per maand	CBS (link)
Arbeidsmarkt		
Bruto-uurloon (j-o-j)	Contractuele loonkosten per uur, totaal cao-sectoren, per maand	CBS (link)
Werkgeversverwachtingen	Maandelijks geharmoniseerde enquête over werkgeversverwachtingen met betrekking tot werkgelegenheid, seizoensgecorrigeerd, index	Macrobond
Werkloosheid (j-o-j)	Jaarlijkse groeivoet van werkloze beroepsbevolking, niet-seizoensgecorrigeerd	CBS (link)
Vacaturegraad (% ondervraagden)	Vacature-indicator, verwachting van ondernemers over ontwikkelingen vacatures, gewogen gemiddelde van industrie, bouwnijverheid en commerciële dienstverlening, per maand	CBS (link)
Internationale economie		
Uitvoer (j-o-j)	Jaarlijkse groeivoet van uitvoer volgens eigendomsoverdracht, volumeontwikkeling, per maand	CBS (link)
Leading indicator EU4	Index voor omslagpunten in de conjunctuur, samenstelling van verschillende variabelen, zoals vertrouwensindicatoren onder consumenten en producenten, per maand	OECD (link)
Leading indicator VS	Index voor omslagpunten in de conjunctuur, samenstelling van verschillende variabelen, zoals vertrouwensindicatoren onder consumenten en producenten, per maand	OECD (link)
Leading indicator China	Index voor omslagpunten in de conjunctuur, samenstelling van verschillende variabelen, zoals vertrouwensindicatoren onder consumenten en producenten, per maand	OECD (link)
Industrie		
Purchasing Managers' Index (PMI)	Inkoopmanagersindex, gebaseerd op een enquête onder inkoopmanagers over richting van economie, gemiddelde saldo van bedrijven dat positief of negatief gestemd is, per maand	NEVI
Industriële productie (j-o-j)	Jaarlijkse groeivoet van productie in de industrie, 2021=100, koopdaggecorrigeerd, per maand	CBS (link)
Bezettingsgraad industrie	Kwartaalcijfers van een enquête onder ondernemers naar de benutting van de productiecapaciteit	CBS (link)
Financiële markten		
Spreading rente 10- en 2-jaars staatsobligaties	Verskil tussen de rente op 2- en 10-jaarsstaatsobligaties, benchmark samengesteld door macrobond, per maand	Macrobond

Volatiliteit aandelen VS	Volatiliteitsindicator voor de EURO STOXX 50, VSTOXX, per maand	Macrobond
Volatiliteit aandelen EU	Volatiliteitsindicator voor de S&P 500, VIX, per maand	Macrobond
Overig		
Consumptief krediet huishoudens (j-o-j)	Jaarlijkse groeivoet van consumptief krediet en overige leningen aan huishoudens, uitstaande bedragen, per maand	DNB (link)
Huizenprijzen (j-o-j)	Jaarlijkse groeivoet van verkoopprijzen bestaande koopwoningen, 2020=100, per maand	CBS (link)
Zakelijke kredietverlening (j-o-j)	Jaarlijkse groeivoet van kredietverlening door Nederlandse Monetaire Financiële Instellingen (MFI) aan niet-financiële bedrijven, gecorrigeerd voor securitisaties en breuken, per maand	DNB (link)
Faillissementen (j-o-j)	Jaarlijkse groeivoet van uitgesproken faillissementen van het totaal aan rechtsvormen, per maand	CBS (link)