



# CPB Notitie

**Aan:** De Tweede Kamer

**Centraal Planbureau**  
Bezuidenhoutseweg 30  
2594 AV Den Haag  
Postbus 80510  
2508 GM Den Haag  
T 088 9846000  
I [www.cpb.nl](http://www.cpb.nl)  
**Contactpersoon**

**Datum:** 6 juni 2017

**Betreft:** CPB Risicorapportage Financiële Markten 2017

## 1 Inleiding

De Tweede Kamer heeft, als vervolg op de aanbevelingen van de Commissie De Wit, het Centraal Planbureau (CPB) en De Nederlandsche Bank (DNB) verzocht om minimaal één keer per jaar een rapportage te maken over de internationale en nationale macro-economische ontwikkelingen in samenhang met ontwikkelingen in de financiële sector. De analyse beperkt zich tot een beschrijving van de belangrijkste risico's voor de Nederlandse economie.

### Hoofdpunten<sup>1</sup>

Vijf jaar geleden was de eurocrisis het belangrijkste risico voor de Nederlandse economie. Nu is dat de internationale politieke situatie en daarmee gepaard gaande beleidsonzekerheid. Niettemin leken deze risico's in 2016 en de eerste helft van 2017 de stabiliteit van de financiële markten nauwelijks te deren. De wereldwijde economische groei trok in de tweede helft van 2016 zelfs weer aan. De wereldeconomie blijft op een pad van gematigd herstel, waarbij de groei enigszins versnelt onder invloed van aantrekkende groei in opkomende economieën. De groei in het eurogebied is stabiel.

De belangrijkste risico's voor de Nederlandse economie zijn de volgende.

#### *Beleidsonzekerheid*

Hoewel verhoogde beleidsonzekerheid de stabiliteit van de financiële markten risico's in 2016 en de eerste helft van 2017 de nauwelijks leek te deren en de wereldwijde economische groei zelfs aantrok in de tweede helft van 2016, zijn er op de langere termijn wel degelijk neerwaartse risico's. In de VS is de

---

<sup>1</sup> Stand van zaken voor de rapportage is 24 mei 2017.

beleidsonzekerheid toegenomen met een nieuwe regering waarvan onduidelijk is hoe deze zich zal opstellen tegenover internationale instellingen, handel en regulering van de financiële sector. Ook in Europa neemt onzekerheid over het toekomstige beleid toe door negatieve sentimenten rond de eurozone en aankomende verkiezingen in Italië.

#### *Fragmentatie*

De Brexit en de onzekerheid rondom de levensvatbaarheid van de eurozone leiden tot risico's voor verdere fragmentatie van de Europese financiële sector. Ten aanzien van de Brexit blijft voorlopig onduidelijk welke financiële kernactiviteiten, zoals clearing en settlementactiviteiten, vanuit Londen naar het vasteland zullen verhuizen. Nu de toon in de Brexitonderhandelingen van zowel het VK als Europa verhardt, neemt het risico op een harde scheiding met hoge(re) economische kosten aan beide zijden toe.

#### *Aanhoudend lage lange rente*

Een aanhoudend lage lange rente ondermijnt de vermogenspositie van pensioenfondsen en levensverzekeraars. Pensioenfondsen beschikken over herstel mogelijkheden, zoals verminderde indexatie, herstellpremies en zonodig korting van pensioenen, ook al is dat niet zonder weerslag in de economie. De situatie bij levensverzekeraars is zorgelijker: weinig herstel mogelijkheden, een afkalvende markt en de potentiële claims als gevolg van de woekerpolisaffaire staan herstructurering in de weg. Voor banken bestaat vooral het risico dat de rentemarges (renteverschil tussen lange en korte rente) in de toekomst lager worden, hoewel voor afnemende rentemarges vooralsnog geen signalen zijn. Tegelijkertijd kunnen huishoudens, bedrijven en overheden blijven profiteren van lage rentelasten. Stijgende rentes zullen bij bedrijven en huishoudens pas na enige tijd doorwerken in de rentebetalingen. Voor overheden geldt dat lage rentes de financierbaarheid van schulden faciliteren, maar bij sterk oplopende rentes kan bij een aantal zuidelijke eurolanden opnieuw de beheersbaarheid van schulden problematisch worden.

#### *Ontkoppeling activaprijzen en reële economie*

De lage rente en het accommoderende monetair beleid gezamenlijk herbergen een risico dat marktdeelnemers hoge risico's nemen in hun zoektocht naar rendement. Dit kan leiden tot overgewaardeerde activa, zoals aandelen en vastgoed. Er zijn tot dusver weinig aanwijzingen voor overwaarderingen van aandelen in Nederland en het eurogebied, maar voor de VS wijzen indicatoren op mogelijke overwaardering.

#### *ECB aankoopprogramma*

Het is onduidelijk wat er na het einde van het jaar gaat gebeuren met het aankoopprogramma van de obligaties door de ECB. In huidige vorm loopt het door tot het einde van het jaar, met aankopen tot 60 miljard euro per maand. Op een zeker moment zal de ECB de beleidsrente weer verhogen en haar balans verkorten. De ECB heeft nog geen duidelijke exit-strategie gepubliceerd. De onzekerheid over en de

afbouw van de grote portefeuille obligaties kan leiden tot volatiliteit op de financiële markten, hogere rentes en grotere rentespreads.

#### *Houdbaarheid Europese overheidsschulden*

In Europa spelen nog steeds houdbaarheidsvraagstukken van overheidsschulden. Meest acuut betreft het de houdbaarheid van de Griekse schuld. Hoewel Griekenland op zichzelf geen groot risico is voor de financiële stabiliteit van Europa, is het wel een signaal aan de financiële markten over de bereidheid van eurolanden om andere landen met hoge schuldenniveaus, zoals Italië, Spanje, Portugal, Cyprus en België, te redden in geval van financiële problemen. Voor juli zal er overeenstemming tussen het IMF en de eurogroep moeten komen over de uitbetaling van een deel van het derde steunpakket voor Griekenland. Dit land moet dan circa 9,5 miljard euro aflossen, waaraan het zonder noodpakket niet kan voldoen.

#### *Europees bankwezen*

Naast de lage rente kampt het (Zuid-) Europees bankwezen op de korte termijn nog steeds een hoog aantal problemleningen op de balans heeft staan: alleen al Italië heeft al te kampen met ruim 350 miljard euro aan problemleningen. Europese banken zullen een oplossing moeten vinden voor het hoge aantal problemleningen en de daarmee samenhangende zwakke balansen. Enerzijds om te kunnen voldoen aan de kredietvraag om Europa duurzaam op een hoger groeipad te krijgen, anderzijds om te voorkomen dat niet-levensvatbare bedrijven in stand worden gehouden.

#### *Nederlandse bankensector*

De Nederlandse bankensector is beter gekapitaliseerd dan enkele jaren geleden. Desondanks sluimert het risico van een opwaartse aanpassing van standaardrisicogewichten van hypotheken en mkb-kredieten (Bazel 3.5). Dat kan een dempend effect hebben op de hypothecaire kredietverstrekking en de kredietverstrekking aan bedrijven, dan wel terugkomen in de beprijzing van hypotheken. In hoeverre de totale hoeveelheid beschikbaar hypothecair krediet terugloopt, hangt onder meer af of pensioenfondsen en verzekeraars actieve aanbieders blijven. Pensioenfondsen en verzekeraars investeren nu veelal in hypotheken via assetmanagers die een snelle exit mogelijk maken (white label).

#### *Huizenprijzen en vastgoed*

Ook huizenprijsontwikkelingen kunnen de financiële stabiliteit raken. De huizenprijzen zitten sinds de zomer van 2013 weer in de lift en liggen nu bijna 10% hoger dan op het dieptepunt. De hogere prijzen hangen samen met een hogere groei van de reële economie. Het herstel op de woningmarkt kent overigens grote verschillen tussen stedelijke regio's en de rest van het land. Waar in de steden de woningmarkt krappert wordt en naar oververhitting neigt, is in een aantal regio's buiten de Randstad amper sprake van herstel.

Daarnaast kan commercieel vastgoed op termijn leiden tot verliezen bij banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Ondanks een aantrekkende economie blijft de structurele leegstand van kantoren hoog, en kan zelfs toenemen als kantoren in de toekomst moeten voldoen aan hogere duurzaamheidsnormen.

### *Harde landing Chinese economie*

De hoge schuldenlast van huishoudens en bedrijven, een overspannen huizenmarkt, een groeiend schaduwbankensysteem en een daarmee gepaard gaande eventuele 'harde landing' van de Chinese economie vormen een risico voor de Nederlandse economie. Twee triggers kunnen de Chinese economie in potentie onderuit halen, de hoge schuldenberg en de oververhitte Chinese huizenmarkt. Directe besmettingseffecten via de handel tussen Nederland en China zijn klein, maar indirecte handelseffecten via Duitsland zijn potentieel iets groter. Financiële besmettingskanalen zijn tot nu toe beperkt gebleven, doordat de Chinese regering kapitaalstromen aan banden heeft gelegd. Ondanks dat buitenlandse banken en investeerders ongeveer 5000 miljard euro aan claims in China hebben uitstaan, lijkt het door de geslotenheid van China voornamelijk onwaarschijnlijk dat buitenlandse investeerders een schulden crisis veroorzaken. Bovendien heeft China een lage staatsschuld, waardoor de Chinese regering in staat moet zijn om het Chinese financiële systeem eventueel met overheidsmiddelen te stabiliseren. De Chinese staat heeft al eerder blijk gegeven van haar bereidheid om in te grijpen, zoals tijdens de schokken op de Chinese aandelenmarkten in 2015 en 2016. De omvang van de Chinese activa en passiva in het buitenland zijn echter groot en groeiende. Als de Chinese overheid de kapitaalrestricties verder versoepelt, zullen activaprijzen wereldwijd worden beïnvloed door de volatiele Chinese kapitaalstromen.

## 2 Algemeen risicobeeld

### 2.1 Internationaal

#### **Beleidsonzekerheid neemt wereldwijd toe maar nog geen reflectie op financiële markten<sup>2</sup>**

Beleidsonzekerheid is onzekerheid over wie, wanneer, welke economische beleidsmaatregelen treft en wanneer de mogelijke economische effecten daarvan intreden.<sup>3</sup> Dat kan leiden tot neerwaartse risico's voor de economie. In onzeker economisch vaarwater neigen bedrijven investeringen uit te stellen, of tijdelijk

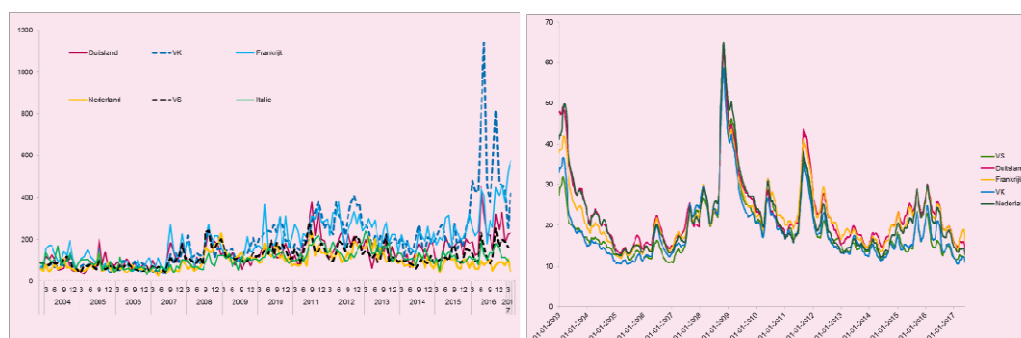
---

<sup>2</sup> Stand van zaken voor dit stuk is 24 mei 2017.

<sup>3</sup> Zie Baker, S.R., N. Bloom en S.J. Davis, 2016, Measuring Economic Policy Uncertainty, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131(4): 153-1636 ([link](#)); voor de Nederlandse versie zie Kroese, L., S. Kok en J. Parlevliet, 2015, Beleidsonzekerheid in Nederland, *Economisch Statistische Berichten*, Vol 100 (4715): 464-467. ([link](#))

minder te investeren.<sup>4</sup> Het kan er tevens toe leiden dat huishoudens hun consumptieniveau verlagen. Deze effecten treden vooral op bij onzekerheden over monetair, fiscaal of mededingingsbeleid.<sup>5</sup>

**Figuur 2.1 Economische beleidsonzekerheid (links) en aandelenmarktvolatiliteit (rechts)**<sup>6</sup>



Bron: www.policyuncertainty.com, Datastream, CPB

In Europa neemt de onzekerheid over toekomstig beleid toe als gevolg van negatieve sentimenten rond de eurozone en de aankomende verkiezingen in Italië. De beleidsonzekerheid in het Verenigd Koninkrijk is na het referendum op een historisch hoog niveau beland (figuur 2.1, links). Het is onduidelijk welke afspraken het VK met de Europese Unie gaat maken. Er is een kans op een harde scheiding met hoge(re) economische kosten aan beide zijden. Er zijn Lagerhuisverkiezingen op 8 juni.

In de VS daalde de beleidsonzekerheid na de verkiezingen in november 2016 licht, maar blijft op een hoog niveau. Het is onzeker hoe de nieuwe regering zich zal opstellen tegenover internationale instellingen, handel en regulering van de financiële sector. Inmiddels heeft president Trump met een decreet het ministerie van Financiën en financiële toezichthouders opdracht gegeven om met plannen te komen om de regeldruk van de Dodd-Frank Act te verminderen.<sup>7</sup> Bij dergelijke belangrijke revisies moet het Congres overigens eerst zijn fiat geven.

Verhoogde beleidsonzekerheid als gevolg van (minder) commitment aan het Europees project uit zich in hogere risicopremies op staatsobligaties in sommige eurolanden. Voorafgaand aan de Franse presidentsverkiezingen liep de spread tussen Franse en Duitse staatsobligaties op. Dit kan te maken hebben met mogelijke

<sup>4</sup> Bernanke, B.S., 1983, Irreversibility, Uncertainty and Cyclical Investment, *Quarterly Journal of Economics*, Vol 98(1): 85–106. ([link](#)); Panousi, V. en D. Papanikolaou, 2012, Investment, Idiosyncratic Risk and Ownership, *Journal of Finance*, Vol 67(3): 1113–1148. ([link](#))

<sup>5</sup> Zie Baker, S.R., N. Bloom en S.J. Davis, 2016, Measuring Economic Policy Uncertainty, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131(4): 153-1636 ([link](#)), Hassett, K.A. en G.E. Metcalf, 199, Investment with Uncertain Tax Policy: Does Random Tax Policy Discourage Investment?, *Economic Journal*, Vol 109(457): 372–393 ([link](#)); of Friedman, M., 1968, The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, Vol 58(1): 1–17. ([link](#))

<sup>6</sup> Economische beleidsonzekerheid is gemeten door een *gestandaardiseerde* index die gebaseerd is op krantenberichtgevingsfrequentie. Aandelenmarktvolatiliteit is gemeten als impliciete volatiliteit; dat zijn de *verwachte* prijschommelingen van aandelenprijzen in procentpunten binnen een jaar.

<sup>7</sup> Verder vraagt Trump in het decreet het ministerie van Financiën om strakkere regulering voor pensioenadviseurs, die in april van kracht wordt, te herzien.

anticipatie-effecten op fragmentatie binnen de Eurozone. Na de overwinning van Macron daalde de spread weer naar 30 basispunten.

Beleidsonzekerheid kan ook leiden tot hogere risicopremies en meer volatiliteit op de aandelenmarkten.<sup>8</sup> Ondanks de stijgende beleidsonzekerheid blijft de volatiliteit op de aandelenmarkten laag (figuur 2.1, rechts). Twee redenen verklaren mogelijk deze divergentie. Zo kan er nog een toekomstige prijscorrectie door de markt komen. De huidige signalen vanuit de politiek zijn nog onbetrouwbaar en moeilijk te interpreteren voor investeerders.<sup>9</sup> Een andere verklaring is dat het effect van huidige beleidsonzekerheid minder invloed heeft op financiële markten dan verwacht.

**Figuur 2.2 Wisselkoers Euro-Pond blijft op laag niveau na Brexit**



Bron: Datastream, CPB.

De Brexit bracht een kortstondige doch krachtige schok op de financiële markten teweeg en een flinke depreciatie van het Britse pond. Op de dag na het referendum depreciëerde het Britse pond met 6% (figuur 2.2). In oktober volgde dan een tweede golf van depreciatie toen duidelijk werd dat de toekomstige handelsrelaties tussen het Verenigd Koninkrijk en de EU misschien minder open zouden zijn dan waar aanvankelijk vanuit werd gegaan. Terwijl de weerslag van de Brexit op de economische bedrijvigheid in 2016 verrassend beperkt bleef, zijn de economische implicaties op langere termijn potentieel groot, ook buiten het Verenigd Koninkrijk. Dat geldt voor het eurogebied in het bijzonder, gelet op de intense handelsrelaties met het Verenigd Koninkrijk, de belangrijke positie van Londen als financieel centrum in de EU en de migratiestromen met het land. Een harde scheiding leidt tot hoge economische kosten aan beide zijden. In het VK zou als gevolg van het vertrek van belangrijke financiële instellingen de werkgelegenheid in de financiële sector

<sup>8</sup> Zie Pástor, L. en P. Veronesi, 2013, Political uncertainty and risk premia, *Journal of Financial Economics*, Vol 110(3): 520-545. ([link](#))

<sup>9</sup> Zie Pástor, L. en P. Veronesi, 2017, Explaining the puzzle of high policy uncertainty and low market volatility, *Voxeu.org*, 24 mei 2017. ([link](#))

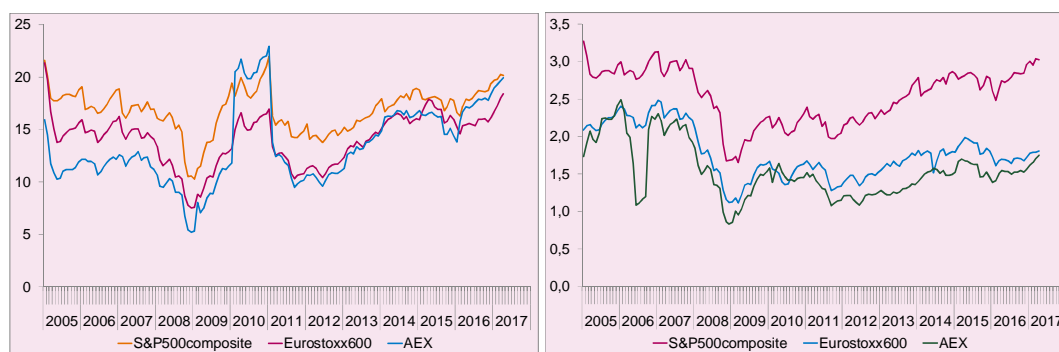
dalen. Toezichthouders in Europa krijgen te maken met het risico van regulatory arbitrage.<sup>10</sup> Dat kan betekenen dat sommige EU landen lichter financieel toezicht aanbieden dan andere.

### Ontkoppeling activaprijzen en reële economie

Het accommoderende monetaire beleid herbergt een risico dat de aanwezige overvloedige liquiditeit marktdeelnemers uitnodigt hoge risico's te nemen in hun zoektocht naar rendement. Dit kan leiden tot overgewaardeerde activa, zoals aandelen.

Er zijn tot dusver weinig aanwijzingen voor overwaarderingen van financiële activa in Nederland en het eurogebied, maar voor de VS wijzen indicatoren op mogelijke overwaardering. De belangrijkste Europese beursindices handelen ver onder hun hoge niveau van het tweede kwartaal van 2015. De Amerikaanse indices daarentegen bereiken in de afgelopen maanden keer op keer nieuwe hoogtepunten, ondanks de dalende bedrijfswinsten. Koers-winstverhoudingen (P/E) en price-book-ratio's voor de Nederlandse en Europese beursindices liggen momenteel dicht bij hun langjarig gemiddelde (figuur 2.3). Ook recente empirische schattingen bevestigen het beeld dat er vooralsnog geen zeepbelvorming op de Europese beurzen plaatsvindt.<sup>11</sup> Voor de Amerikaanse S&P 500 zijn deze statistieken daarentegen aanzienlijk gestegen sinds 2011 en bevinden zich nu ruim boven het langjarig gemiddelde. Dit hoeft niet meteen te wijzen op overgewaardeerde aandelenprijzen, maar kan ook worden verklaard uit recente (grootschalige) terugkoop van aandelen door beursgenoteerde bedrijven.

**Figuur 2.3 Price to earnings ratio (links) en price to book ratio (rechts)**



Bron: Datastream, CPB.

### Europese bankensector blijft onder druk

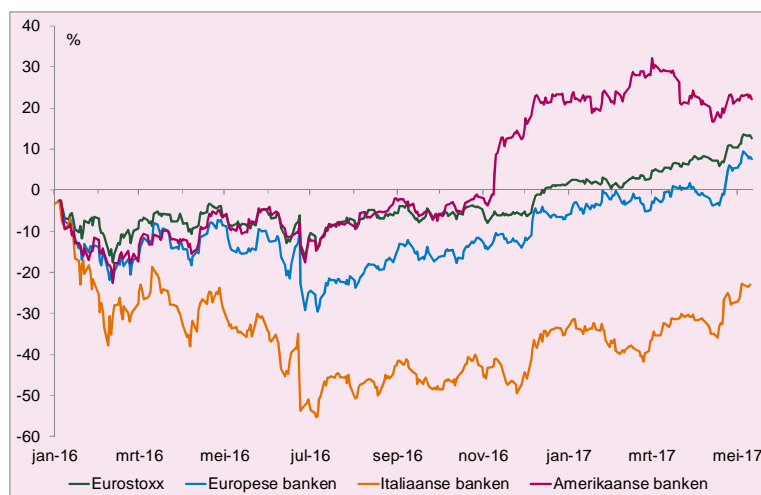
Het marktsentiment ten aanzien van Europese en Amerikaanse banken lijkt enigszins verbeterd. Figuur 2.4 illustreert dit aan de hand van prijsmutaties van Europese en Amerikaanse bankaandelenindices. Verschillende oorzaken kunnen ten grondslag

<sup>10</sup> Zie Bijlsma, M. en S. van Veldhuizen, 2016, De toekomst van de Nederlandse financiële sector: FinTech en regulering, CPB Policy Brief 2016/16. ([link](#))

<sup>11</sup> Zie Bundesbank (2017), Annual report 2016. ([link](#)).

liggen aan de verbetering van het marktsentiment. Een oorzaak kan zijn dat de winstvooruitzichten van banken verbeterden dankzij een steilere rentecurve. Immers, hoe steiler de rentecurve, hoe lager de druk op de rentemarges van banken. Dit is in het bijzonder het geval voor Amerikaanse banken, omdat de lange rente in de VS in de afgelopen periode steeg. Daarnaast deed Trump een verkiezingsbelofte om de strengere bankregulering die na de financiële crisis van kracht werd terug te draaien. Ook dit kan een oorzaak van stijgende Amerikaanse bank aandelen zijn. Europese banken kunnen hiervan vervolgens hebben meege profiteerd.

**Figuur 2.4 Marktsentiment ten aanzien van banken verbeterd (prijsmutaties sinds januari 2016)**



Bron: Datastream, CPB.

Het Europese bankwezen kampt met twee belangrijke uitdagingen. Ten eerste staat de toekomstige verdien capaciteit onder druk. De lage rente speelt hier een rol (zie Hoofdstuk 3), en ook de overcapaciteit van het Europese bankwezen, de veelal hoge kostenniveaus en de dreigende concurrentie van aanbieders van digitale financiële diensten (fintechs). Of fintechs banken straks overbodig maken, of dat banken deze nieuwkomers juist weten in te kapselen, hangt sterk af van de privacywetgeving. Ook de mate van beleidscoördinatie binnen Europa zal zijn stempel drukken op het toekomstige beeld van de financiële sector.<sup>12</sup> Daarnaast brengt fintech ook voor toezichthouders uitdagingen met zich mee. Denk daarbij aan wet- en regelgeving die nog onvoldoende is toegesneden op technologische innovaties, de mogelijkheden om het toezichtskader mee te laten ademen met nieuwe businessmodellen, en de opgave om als toezichthouder een voldoende niveau van technologische kennis te vergaren om toezicht op dit soort bedrijven te kunnen houden.<sup>13</sup>

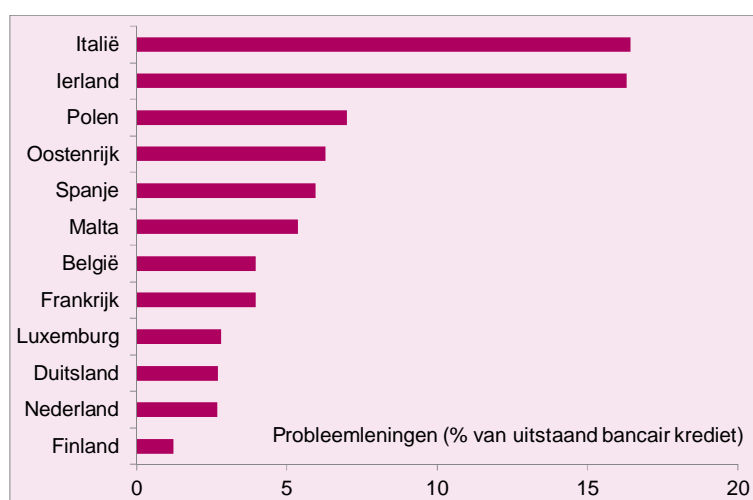
<sup>12</sup> Zie Bijlsma, M. en S. van Veldhuizen (2016), De toekomst van de Nederlandse financiële sector: FinTech en regulering, CPB Policy Brief 2016/16. ([link](#))

<sup>13</sup> Zie Roland Berger (2016), Barriers to fintech innovation in the Netherlands ([link](#)) en Bijlsma, M. en S. van Veldhuizen (2016), De toekomst van de Nederlandse financiële sector: FinTech en regulering, CPB Policy Brief 2016/16. ([link](#))



Ten tweede heeft een deel van het Europese bankwezen nog steeds te maken met een hoog volume probleemleningen. In het eerste kwartaal van 2016 kampten Europese banken met ongeveer 1400 miljard euro aan probleemleningen op hun balans. Dit correspondeert met ongeveer 4,5% van alle leningen. Vooral banken in Oost- en Zuid-Europa kampen met veel probleemleningen (figuur 2.5). Naast het directe risico van grote kredietverliezen, kan het hoge volume probleemleningen ook het kredietaanbod onder druk zetten.<sup>14</sup>

**Figuur 2.5 Probleemleningen als percentage van alle leningen (2016 H1)**



Bron: EBA.

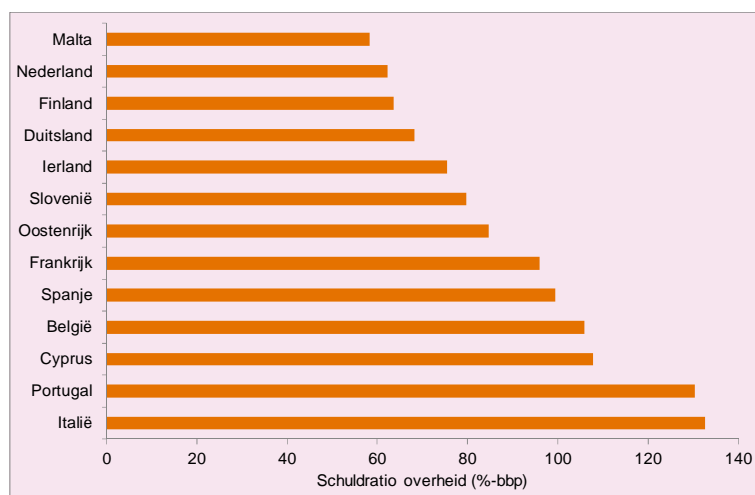
Nederlandse banken hebben weinig probleemleningen (lage NPL-ratio's), maar het risico van spillovers valt niet uit sluiten. Dit kan bijvoorbeeld door grensoverschrijdende blootstellingen van banken, en via vertrouwenseffecten als een buitenlandse financiële instelling insolvent wordt als gevolg van het treffen van onvoldoende voorzieningen. Om deze reden is Nederland ook gebaat bij een effectieve aanpak voor het saneren van Europese bankbalansen met hoge volumes aan probleemleningen. Echter, de Europese BRRD regels, die voorschrijven dat de aandeelhouders en crediteuren opdraaien voor verliezen van een bank, leggen naast de staatssteunregels ook beperkingen op aan de mogelijkheden om buiten resolutie overheidssteun te verlenen aan banken. Oplossingen als een publieke 'bad bank' die verliezen van probleemleningen opvangt zijn daardoor niet altijd mogelijk. Eventuele verliezen op probleemleningen zullen banken dus eerst zelf moeten nemen en zelf hun kapitaal aanzuiveren. Wanneer een bank dit niet lukt, dan is resolutie een van de overige opties.

<sup>14</sup> Zie CPB (2016), Risicorapportage financiële markten 2016, CPB Notitie 30 mei 2016. ([link](#))

### Europese landen kampen met hogere schulden dan voor de crisis

Alle landen in de Europese Unie, met uitzondering van Malta, kampen met hogere staatsschulden dan voor de crisis. Hoewel het saldo op de lopende rekening van veel eurolanden de afgelopen jaren sterk verbeterde, heeft dit nog niet geleid tot een verbetering van de schuldposities van overheden van diverse eurolanden (figuur 2.6). Op dit moment faciliteren lage marktrentes de financierbaarheid van staatsschulden, maar voor landen met een omvangrijke schuldpositie, zoals Italië en Portugal, kunnen significante risico's voor de houdbaarheid van de staatsschuld ontstaan als de rente sterk oploopt.<sup>15</sup> Structurele hervormingen gericht op het versterken van de economie zijn in deze landen van groot belang om duurzame niveaus van economische groei te realiseren.<sup>16</sup> Bij het uitblijven hiervan verslechtert de schulddynamiek als marktrentes sterk oplopen.

**Figuur 2.6** Veel Europese landen kampen met hoge schuld niveaus



Bron: Europese Commissie.

De situatie rondom de houdbaarheid van de Griekse schuld kan in juli weer opspelen wanneer er geen overeenstemming komt over de uitbetaling van een deel van het derde steunpakket (van 86 miljard euro). Recent stemde het Griekse parlement in met maatregelen, die de Europese instellingen en het IMF stellen als voorwaarde voor uitbetaling van de volgende tranche van het steunpakket, waaronder verdere verlaging van de staatspensioenen en de belastingvrije voet. Voor de uitbetaling van de volgende tranche is echter ook deelname van het IMF relevant (een voorwaarde voor m.n. Duitsland en Nederland). Het IMF is pas bereid mee te doen als ze de Griekse schuld op termijn voldoende houdbaar acht. De eurogroep heeft aangegeven

<sup>15</sup> Zie IMF (2016), Italy, Article IV consultation, IMF country report 16/222. ([link](#))

<sup>16</sup> De noodzakelijke maatregelen hebben betrekking op bevordering van concurrentie op goederen en dienstenmarkten, bevordering van de werking van de arbeidsmarkt (aanpak jongerenwerkloosheid, participatie), versterking van de bankensector en het op orde brengen van de publieke financiën. Zie IMF (2016), Italy, Article IV consultation, IMF country report 16/222 ([link](#)); IMF (2017), Spain, Article IV consultation, IMF country report 17/23 ([link](#)); en IMF (2016), Portugal, Article IV consultation, IMF country report 16/300 ([link](#)).

welke maatregelen aan het einde van het programma genomen zouden kunnen worden om de houdbaarheid van de schuld te verbeteren. Ondertussen moet Griekenland in juli bijna 9,5 miljard euro aflossen, en kan daar zonder nieuwe leningen mogelijk niet aan voldoen. Mogelijk kunnen IMF en de lidstaten van het eurogebied tot overeenstemming komen tijdens de eerstvolgende bijeenkomst van de eurogroep op 15 juni, waarbij uitbetaling van de volgende tranche van het steunpakket zeker gesteld wordt. Griekenland vormt op zichzelf geen groot risico voor de stabiliteit, maar de Griekse problematiek is illustratief voor de bereidheid van eurolanden om grotere landen met hoge (publieke en private) schuldniveaus te redden.

## 2.2 Nationaal

### Huizenmarkt lokaal oververhit, maar prijsstijgingen gaan niet gepaard met sterke groei van hypotheekschuld

Volatiele huizenprijzen creëren risico's voor de economie. Dat hebben we de afgelopen jaren ervaren, toen de huizenprijzen zo'n 20% daalden. De dalende huizenprijzen zorgden voor afnemende consumptie, wat de economische groei drukte.<sup>17</sup> Ook raakten vooral jonge tweeverdieners in grote steden onder water, de situatie waarbij de hypotheekschulden boven de actuele verkoopwaarde van het huis liggen.

Op dit moment stijgen huizenprijzen in vrijwel alle regio's van het land, maar er zijn grote verschillen tussen stedelijke regio's en de overige gebieden. In de vier grote steden zijn de huizenprijzen sinds het dieptepunt in 2013 met 21 tot 34% gestegen, in de rest van het land ongeveer 13%. Het sterke herstel in de grote steden kan worden verklaard door inhaalvraag na de crisis en een structurele trek naar de stad. Vanwege een gebrek aan economisch perspectief trekken jongeren juist weg uit de perifere gebieden, waar vervolgens de vraag naar woningen afneemt.<sup>18</sup> In de periferie stijgen de huizenprijzen minder hard en daarom staan er nog relatief veel huishoudens onder water.

In de vier grote steden lijkt de huizenmarkt oververhit.<sup>19</sup> De woningmarkt in de (grote) steden herstelde sneller en de woningmarkt wordt weer krappere. Woningen daar worden sneller verkocht dan elders in Nederland (figuur 2.7). Ook worden in de vier grote steden meer woningen boven de vraagprijs verkocht, en zijn woningprijzen

---

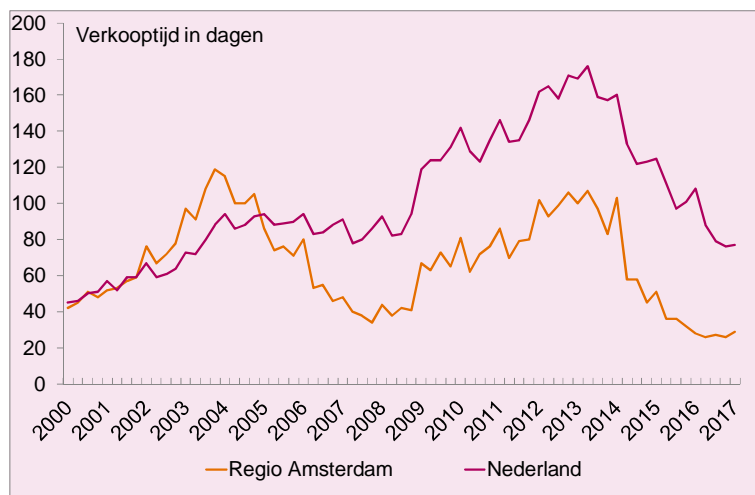
<sup>17</sup> Zie Bijlsma, M. en R. Mocking, 2017, The Impact of House Price Shocks on the Savings of Dutch Homeowners and Renters, CPB Discussion Paper 346 ([link](#)); Mian, A., K. Rao en A. Sufi, 2013, Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump, Quarterly Journal of Economics, Vol 128(4): 1687-1726. ([link](#))

<sup>18</sup> Zie Hekwolter of Hekhuis, M., R. Nijskens en W. Heeringa (2017), De woningmarkt in de grote steden, DNB Occasional Study, Vol 15(1). ([link](#))

<sup>19</sup> Oververhitte woningmarkt wordt gekenmerkt door een hoger aantal verkochte woningen dan dat er nieuw worden aangeboden, steeds sneller verkochte woningen, structureel hogere verkoop- dan vraagprijzen en hoge prijs-inkomensratio's en hoge prijs-huurratio's. Zie IMF(2016), Global housing watch report. ([link](#))

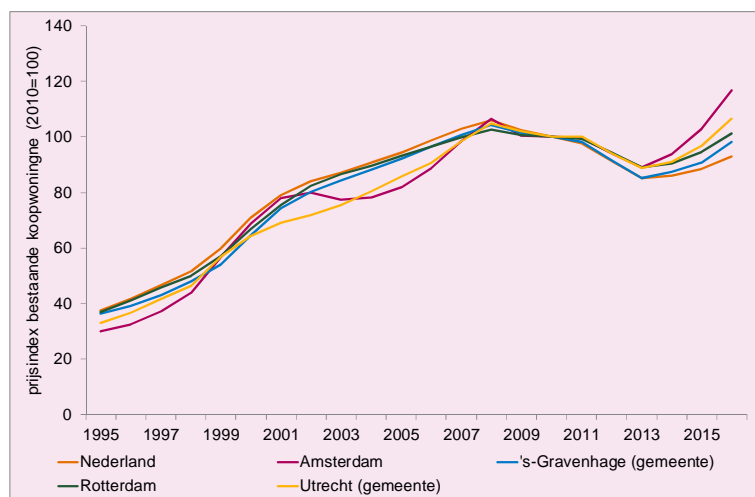
relatief hoog ten opzichte van inkomens en huren. Inmiddels liggen de huizenprijzen er weer hoger dan het hoogtepunt voor de crisis, zie figuur 2.8.

**Figuur 2.7 Woningen worden steeds sneller verkocht**



Bron: NVM, CPB.

**Figuur 2.8 Huizenprijzen in Amsterdam en Utrecht weer boven crisisniveau (2010 = 100)**



Bron: CBS, CPB.

De prijsstijgingen gaan momenteel niet gepaard met een sterke groei van de hypotheekschuld. De hypotheekschuld groeit weer langzaam, na de ingezette daling in 2012 (figuur 2.9). Verder dalen *loan to value* (LTV) -ratio's gestaag en wordt thans de ruimte onder de *loan to income* (LTI) -normen niet ten volle gebruikt. Het aantal huishoudens dat meer leent dan 90% van de LTI-norm is de afgelopen jaren vrijwel constant gebleven en daalt recent zelfs licht.<sup>20</sup> Dit suggereert dat de kwetsbaarheid

<sup>20</sup> Zie FSC (2016), Verslag FSC 8 november. ([link](#))

van huishoudens bij een eventuele terugval in de economie of de huizenmarkt vooralsnog beperkt is.

Het kabinet heeft de afgelopen jaren een aantal maatregelen genomen om de groei van de hypotheekschulden te beperken. Zo geldt volledig aflossen als voorwaarde voor nieuwe hypotheeklen om gebruik te mogen maken van de (versoerde) hypotheekrenteaftrek. Daarnaast voerde het kabinet striktere hypothecaire financieringsnormen (LTI en LTV) in om de groei van Nederlandse hypotheekschulden in de toekomst te temperen.<sup>21</sup> Strengere financieringsvormen raken vooral jonge generaties, zie daarvoor het tekstkader.

### **Strengere hypothecaire leennormen leiden tot maatschappelijke kosten**

Het kan zijn dat strengere hypothecaire leennormen bijdragen aan financiële stabiliteit, maar er zijn ook maatschappelijke kosten aan verbonden. Nieuw onderzoek laat zien (a) dat een bij een LTV-norm van 90% ruim 70% van de starters vanuit de huurmarkt de koop van hun beoogde woning voor enige tijd moet uitstellen. Dat is 20%-punt meer dan bij de LTV-norm van 100% die in 2018 zal gelden. Voor doorstromers vanuit de koopmarkt geldt dat ongeveer een derde de koop moet uitstellen bij een maximale LTV van 90%, 14% meer dan bij een LTV-norm van 100%.

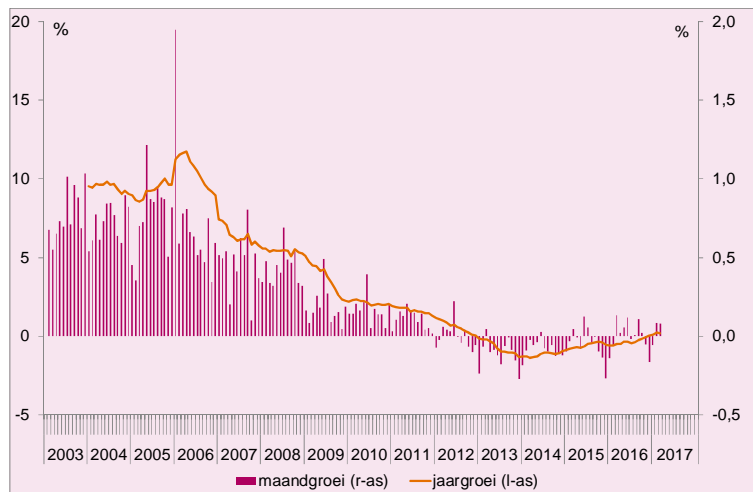
Het uitstellen van de aankoop is voor deze huishoudens noodzakelijk omdat zij over onvoldoende eigen middelen beschikken om hun hypothecaire krediet te verlagen tot maximaal 90% van de aankoop prijs van de woning. In doorsnee komen zij zo'n 8 tot 12 duizend euro tekort als de LTV-limiet op 90% zou liggen. Uit het onderzoek blijkt verder dat huishoudens die de koop moeten uitstellen en gedurende deze periode maximaal sparen, in doorsnee nog eens 1½ tot 3 jaar langer zullen moeten wachten, voordat zij de beoogde woning kunnen financieren dan bij de LTV van maximaal 100%.

Als koopstarters met een verhuismwens hoogstens twee jaar bereid zijn om maximaal te sparen, dan zal ruim de helft van alle potentiële koopstarters af moeten zien van de koop van de beoogde woning en er voor moeten kiezen om langer bij hun ouders te blijven wonen, te blijven wonen waar ze nu wonen, of (tijdelijk) een alternatieve woning te huren in het vrije huursegment. Omdat de huurwoningen in dit segment niet gesubsidieerd worden, stijgen hun woonlasten veelal, wat hun ruimte om te sparen beperkt. Dat leidt weer tot een verder uitstel van de aankoop van de gewenste koopwoning. Een strengere LTV-norm verstoort dus de gewenste wooncarrière van huishoudens en zorgt ervoor dat vooral jonge huishoudens flink moeten sparen om de beoogde woning te kunnen kopen.

(a) van Dijk, M. en B. Voogt, 2017, Actualisatie economische effecten van een verdere verlaging van de LTV-limiet, CPB Achtergronddocument 6 juni 2017 ([link](#))

<sup>21</sup> Zie CPB (2015), De economische effecten van een verdere verlaging van de LTV-limiet, CPB Notitie 28 mei 2015. ([link](#))

**Figuur 2.9 Hypotheekschuld groeit langzaam**



Bron: DNB.

### **Kredietverlening trekt aan, toetreding van pensioenfondsen en verzekeraars op hypotheekmarkt**

Hoewel de Nederlandse bankensector beter is gekapitaliseerd dan enkele jaren geleden, kan een internationale standaardisering van risicogewichten voor hypothecair krediet leiden tot een beperktere beschikbaarheid hiervan. De huidige risicogewichten voor hypotheek van Nederlandse banken zijn laag. Een introductie van een minimumvloer voor de risicogewichten, zoals voorgesteld door het Bazels Comité, zou het gemiddelde risicogewicht voor hypotheek van de grote Nederlandse banken kunnen doen toenemen van 11,5% naar 35-45%. Schattingen wijzen uit dat Nederlandse banken bij invoering van deze voorstellen voor de huidige hypotheekportefeuille circa 6 miljard additioneel CET-1 kapitaal (ongeveer 6% van het huidige CET1 kapitaal) moeten ophalen.<sup>22</sup> Hoewel vanuit maatschappelijk perspectief de route van nieuw kapitaal ophalen de voorkeur geniet, kiezen banken er veelal voor om zich te herkapitaliseren door minder hypothecair krediet te verstrekken.<sup>23</sup> Het gevolg is dat de Nederlandse economie in de transitie naar een nieuw evenwicht het risico loopt van een beperktere beschikbaarheid van hypothecair krediet door banken.<sup>24</sup>

De vorig jaar ingezette trend van een dalend aandeel van banken en een stijgend aandeel van pensioenfondsen en verzekeraars in nieuwe hypotheekproductie, lijkt te stabiliseren. Net als vorig jaar financieren pensioenfondsen 11% van de nieuwe hypotheekproductie en verzekeraars (inclusief bankdochters) 17%.<sup>25</sup> Hoewel deze

<sup>22</sup> Zie KPMG (2015), The state of Dutch banks in 2015. ([link](#))

<sup>23</sup> Zie Marinova, K., S. van Veldhuizen en G. Zwart (2014), Bank recapitalization, CPB Achtergronddocument. ([link](#))

<sup>24</sup> Zie Rabobank (2016), Aanpassing banken aan Basel III en impact op kredietverlening, Themabericht 4 april 2016. ([link](#))

<sup>25</sup> Zie DNB (2016), Kredietmarkten in beweging – Grotere rol pensioenfondsen en verzekeraars bevordert financiële stabiliteit. ([link](#))

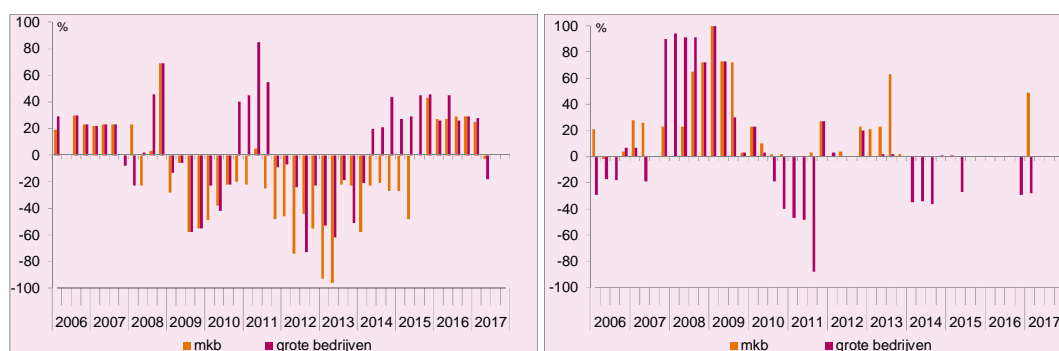
ontwikkelingen positief zijn voor de diversiteit van aanbieders op de hypotheekmarkt, blijft wel de vraag of institutionele beleggers op de lange termijn actieve aanbieders blijven. Enerzijds zijn verzekeraars en pensioenfondsen natuurlijke aanbieders gezien de looptijd. Anderzijds valt niet uit te sluiten dat, wanneer marktrentes en rendementen normaliseren ze de hypothecaire kredietverlening verruilen voor andere beleggingen. Pensioenfondsen en verzekeraars investeren nu veelal in hypotheekleningen via assetmanagers die een snelle exit mogelijk maken (white label).

### Mkb kredietverlening blijft zorgpunt, grote bedrijven geven meer obligaties uit

Bij grote bedrijven neemt de kredietvraag al sinds begin 2014 toe. Bij het mkb neemt de vraag naar krediet toe sinds de tweede helft van 2015 (figuur 2.10). Nederlandse banken hebben hun eisen voor het verstrekken van leningen aan bedrijven opgeschroefd (figuur 2.10). In de rest van de eurozone was daar geen sprake van.<sup>26</sup> De redenen die de Nederlandse banken aandragen voor de verscherpte eisen, zijn een lagere risicotolerantie van de banken en een veranderde inschatting van de risico's van lenen aan het midden- en kleinbedrijf. De vraag naar leningen nam toe, het aantal afwijzingen daalde iets.

Tegelijkertijd financieren grote bedrijven (vooral multinationals) zich steeds vaker met de uitgifte van bedrijfsobligaties en middelgrote bedrijven met onderhandse leningen. Sinds 2010 is de omvang van de bedrijfsobligatiemarkt met 52 miljard euro toegenomen, terwijl het uitstaande bankkrediet aan het bedrijfsleven daalde. Ook nam de omvang van de markt voor onderhandse leningen toe.<sup>27</sup>

**Figuur 2.10 Kredietvraag neemt toe (links), maar leningsvoorwaarden banken blijven onveranderd (rechts) (saldo van percentage positieve en negatieve antwoorden)**

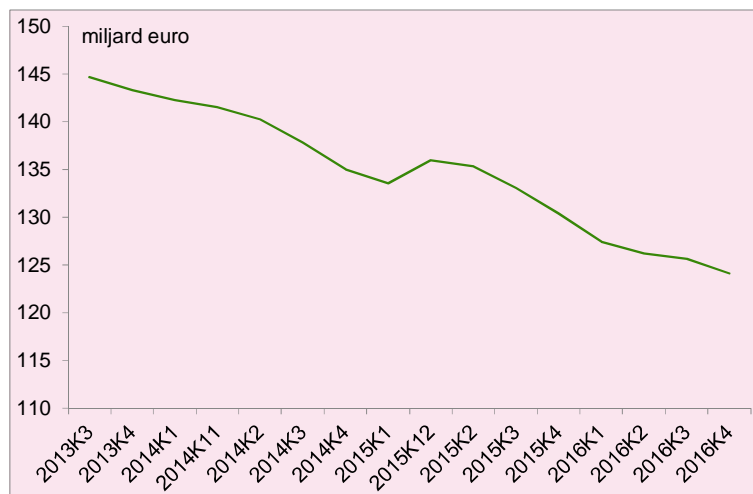


Bron: DNB.

<sup>26</sup> Zie ECB (2017), The euro area bank lending survey, April 2017. ([link](#))

<sup>27</sup> Zie DNB (2016), Kredietmarkten in beweging – Grotere rol pensioenfondsen en verzekeraars bevordert financiële stabiliteit. ([link](#))

**Figuur 2.11 Kredietverlening aan mkb blijft dalen**



Bron: DNB

Het mkb blijft sterk afhankelijk van bankfinanciering. Tegelijkertijd daalt het uitstaande krediet aan het mkb al geruime tijd, zie figuur 2.11. Dit leidt tot zorgen of het mkb voldoende toegang tot financiering heeft. Nieuwe alternatieven voor financiering, zoals crowdfunding, groeien weliswaar snel, maar de omvang is nog altijd zeer beperkt.<sup>28</sup>

### **Positieve ontwikkelingen in de Nederlandse financiële sector, maar de verzekerings- en pensioensector blijft zorgelijk**

De Nederlandse overheid trekt zich langzaam maar gestaag terug uit de financiële sector. Zo daalde na de verkoop van 65 miljoen certificaten het resterend aandelenbelang van de staat in ABN AMRO tot circa 70%.<sup>29</sup> Ook verkocht de Staat opnieuw aandelen van de vorig jaar naar de beurs teruggekeerde verzekeraar ASR. Het staatsbelang in ASR nam daardoor af tot ongeveer 36%.<sup>30</sup> De Staat is nog steeds volledig eigenaar van SNS. Echter, SNS kan niet permanent in staatshanden blijven. Afspraken met de Europese Commissie die ten tijde van de nationalisatie in 2013 zijn gemaakt verhinderen dat.

Ondanks de fusie van Nationale Nederlanden en Delta Lloyd en de privatisering van ASR blijft de situatie bij Nederlandse verzekeraars zorgelijk. De aanpassingsmogelijkheden voor levensverzekeraars met langlopende verplichtingen zijn beperkt door de lage rente, beperkte herstelmogelijkheden als gevolg van fiscale wijzigingen en de daarmee samenhangende toegenomen concurrentie van bankspaarproducten, en het maatschappelijke vertrouwensverlies door de juridische geschillen over beleggingsverzekeringen.<sup>31</sup> Schadeverzekeraars hebben vooral

<sup>28</sup> Zie DNB (2016), Kredietmarkten in beweging – Grotere rol pensioenfondsen en verzekeraars bevordert financiële stabiliteit. ([link](#))

<sup>29</sup> Zie [deze](#) Kamerbrief.

<sup>30</sup> Zie [deze](#) Kamerbrief.

<sup>31</sup> Zie CPB, 2016, Risicorapportage financiële markten 2016, CPB Notitie 30 mei 2016. ([link](#))



nieuwe bedrijfsmodellen nodig vanwege de structurele verlieslatendheid van schadeverzekeringen door hoge mate van concurrentie.<sup>32</sup>

Ook zal een fundamentele herziening nodig zijn om het pensioenstelsel toekomstbestendig te maken. Ondanks dat er bij de pensioenen de afgelopen jaren belangrijke aanpassingen zijn doorgevoerd om de financierbaarheid te verbeteren, blijft het draagvlak en vertrouwen in het pensioenstelsel op een laag niveau. Enerzijds omdat de pensioenverplichtingen gevoeliger blijken voor schokken op de financiële markten. Anderzijds omdat het pensioenstelsel niet meer de zekerheid biedt die we dachten dat het zou geven. Nu het risico van onvoorwaardelijke en substantiële kortingen in de nabije toekomst blijft aanhouden, en structurele oplossingen daarvoor uitblijven, wordt een herziening van het stelsel steeds prangender. De SER komt binnenkort met een plan voor een nieuw pensioenstelsel. De herziening moet het pensioenstelsel niet alleen beter toerusten op de veranderende arbeidsmarkt, maar ook zorgen dat deelnemers beter zicht hebben op hoeveel ze sparen voor hun oude dag.

### **Commercieel vastgoed leeft (deels) op, maar leegstand blijft hoog**

Toenemende leegstand van commercieel vastgoed (kantoren) kan op termijn leiden tot verliezen voor banken en pensioenfondsen. De directe blootstelling van het Nederlandse financiële systeem aan commercieel vastgoed behoort tot de hoogste in Europa.<sup>33</sup> Zowel banken als pensioenfondsen hebben relatief veel blootstelling aan commercieel vastgoed.

De leegstand van kantoren in Nederland lijkt te stabiliseren, maar blijft hoog. In 2016 stond ruim 17% van de kantoorvloeroppervlakte leeg. De structurele leegstand neemt wel toe. Daarbij komt dat vanaf 2023 kantoren verplicht een energielabel C of hoger moeten hebben, waardoor de kantorenleegstand nog verder kan toenemen. De grootste volumes kantooroppervlakte bevinden zich in de Randstad, waar dan ook de meeste leegstand is. In tegenstelling tot regio's buiten de Randstad, waar kantoren vaak in handen zijn van eigenaar-gebruikers, zijn kantoren in de Randstad in handen van banken en beleggers.<sup>34</sup> DNB onderzocht in de tweede helft van 2013 de commercieel-vastgoedportefeuille van de Nederlandse grootbanken door de te verwachten verliezen te berekenen voor zowel de korte termijn – met een tijdshorizon van maximaal 12 maanden – en voor de looptijd van de onderliggende leningen. DNB concludeerde toen dat er voldoende voorzieningen waren.<sup>35</sup>

Nederlandse banken bouwen hun commercieel vastgoedportefeuilles af, waardoor risico's naar andere vastgoedfinanciers verschuiven. Tussen 2010 en 2016 nam het uitstaande Nederlandse bancaire krediet op commercieel vastgoed met ruim 30% af

---

<sup>32</sup> Zie DNB, 2016, Visie op de toekomst van de Nederlandse verzekeringssector. ([link](#))

<sup>33</sup> Zie ESRB (2015), Report on commercial real estate and the financial stability in the EU. ([link](#))

<sup>34</sup> Zie CBS, PBL, Wageningen UR (2016). Leegstand van kantoren, 1991-2016. ([link](#))

<sup>35</sup> Zie Kamerbrief 'Afronding onderzoek DNB commercieel vastgoedblootstellingen banken', 28 maart 2014. ([link](#))

tot ruim 62 miljard in 2016. Twee derde hiervan is verstrekt aan de Nederlandse vastgoedsector.<sup>36</sup> Inmiddels zijn banken terughoudend geworden met de kredietverstrekking aan de commercieel vastgoedsector, vanwege de moeilijke situatie op deze markt, de krappe liquiditeitsposities van commercieel vastgoedbedrijven, en de aangescherpte kapitaaleisen.<sup>37</sup> Omdat banken de omvang van hun risicogewogen activa willen verminderen, zet de verkoop van de vastgoedportefeuilles in de komende jaren naar verwachting door. Tegelijkertijd nemen financieringsactiviteiten op de vastgoedmarkt weer toe. Waar eerst banken vooral vastgoedkrediet verstrekten, springen nu private equity-partijen, schuldfondsen, verzekeraars en pensioenfondsen in dat gat.

## 3 Lage rente

### 3.1 Oorzaken van de lage rente

De nominale lange rente daalde in de afgelopen decennia vooral als gevolg van structurele factoren. Uit de literatuur volgt dat de afname van (verwachte) inflatie, de afname van potentiële groei als gevolg van een lagere groei van de arbeidsproductiviteit en veranderingen in de leeftijdsopbouw van de bevolking de belangrijkste structurele factoren zijn.<sup>38</sup> De inflatieverwachtingen zijn gematigd als gevolg van een lage inflatie in de afgelopen drie decennia. Het monetair beleid was gericht op lage en stabiele inflatie. De potentiële groei is naar verwachting lager dan het gemiddelde van de afgelopen decennia door een combinatie van een afnemende groei van de beroepsbevolking en mogelijk door een lagere groei van de arbeidsproductiviteit.<sup>39</sup>

Veranderingen in de leeftijdsopbouw van de bevolking drijven vanwege een grotere besparingsbehoefte de rentestanden naar beneden. Het (grote) babyboomcohort is aan het sparen voor de oude dag. Omdat hierop volgende cohorten kleiner zijn, ontstaat een demografische onbalans. Het cohort dat spaart is groter dan het cohort dat leent in de economie. Hierdoor dalen marktrentes.<sup>40</sup> Ook de lagere vraag naar schuld-gefinancierde investeringen kan een rol spelen. De investeringen die nodig zijn om een nieuwe onderneming te starten zijn afgenomen, prijzen van

---

<sup>36</sup> Zie DNB (2016), Kredietmarkten in beweging – Grotere rol pensioenfondsen en verzekeraars bevordert financiële stabiliteit. ([link](#))

<sup>37</sup> De gezamenlijke commercieel vastgoedportefeuille van de Nederlandse grootbanken is met iets meer dan 3% weliswaar relatief klein ten opzichte van de totale balansomvang, maar wel risicovol (circa 10% van de totale risicogewogen activa).

<sup>38</sup> Zie Ciocytte, O., S. Muns en M. Lever (2016), Determinants of long-term interest rates, CPB Achtergronddocument Mei 2016. ([link](#))

<sup>39</sup> Zie CPB (2017), Centraal economisch plan 2017. ([link](#)); en Grabska, K., L. Bettendorf, R. Luginbuhl, G. Meijerink en A. Elbourne (2017), Productivity slowdown – Evidence for the Netherlands, CPB Notitie 9 maart 2017. ([link](#))

<sup>40</sup> Zie Gagnon, E., B. K. Johannsen en D. Lopez-Salido, 2016, Understanding the New Normal: The Role of Demographics, Finance and Economics Discussion Series 2016-080, ([link](#)) en Lu, J. en C. Teulings, 2016, Secular stagnation, bubbles, fiscal policy, and the introduction of the pill, CEPR Policy Insight 86. ([link](#))

kapitaalgoederen zijn relatief gedaald en de investeringen van overheden staan onder druk door een strakker begrotingsbeleid.<sup>41</sup>

De bijdrage van het bijzondere verruimende monetaire beleid (quantitative easing) aan de dalende rentes is niet alleen bescheiden, maar ook tijdelijk van aard. In reactie op het trage herstel na de financiële crisis van 2008 en de eurocrisis en het bereiken van de nul-ondergrens met de rente startten centrale banken in de VS, VK en Europa grootschalige opkoopprogramma's. Ze kopen daarbij op grote schaal (staats)obligaties op in hun eigen valuta. Omdat de mondiale obligatiemarkten sterk met elkaar verweven zijn, geeft een tijdelijk en grootschalig obligatie-opkoopprogramma in de ene grote obligatiemarkt spillover-effecten naar de andere grote obligatiemarkt. Zo leidde het Amerikaanse opkoopprogramma tot lagere rentes in de VS, maar daalden ook de rentetarieven in de eurozone nog voordat de ECB begon met haar opkoopprogramma.<sup>42</sup> Empirisch onderzoek voor Europa laat zien dat de aankondiging van kwantitatieve verruiming in het eurogebied het rendement op 10-jaars staatsobligaties met 1%-punt heeft verlaagd.<sup>43</sup> Dit beleid heeft een tijdelijk effect op de lange rente. Hoewel de lange rente voor Nederland het laatste half jaar weer licht oploopt, blijft ze in historisch perspectief laag (figuur 3.1). Eind maart schommelde de Nederlandse lange rente rond 0,5% terwijl ze in het vierde kwartaal van 2016 zelfs negatief was.

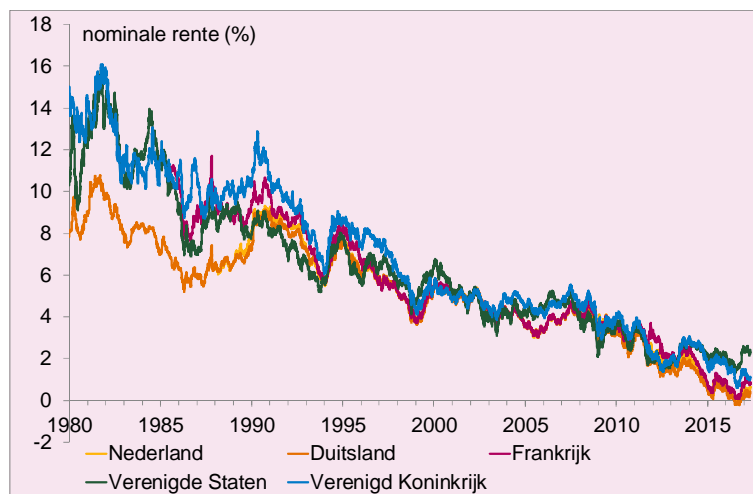
---

<sup>41</sup> Zie Summers, L., 2014, U.S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound, *Business Economics*, vol 49(2): 65-73. ([link](#))

<sup>42</sup> Zie Krishnamurthy, A. en A. Vissing-Jorgensen, 2011, The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy, NBER Working Paper w17555. ([link](#)) Gerlach-Kristen, P., R. McCauley en K Ueda, 2012, Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lessons, *BIS Working Papers* 389 ([link](#)); Neely, C., 2015, Unconventional monetary policy had large international effects, *Journal of Banking and Finance*, vol 52: 101–111 ([link](#)); Bauer, M. en C. Neely, 2014, International channels of the Fed's unconventional monetary policy, *Journal of International Money and Finance*, Vol 44: 24–46 ([link](#)); Rogers, J., C. Scotti en J. Wright, Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: a cross-country comparison, *Economic Policy*, Vol 29(80): 749–99 ([link](#)); Obstfeld, M. (2015), Trilemmas and trade-offs: living with financial globalisation, *BIS Working Papers* 480. ([link](#))

<sup>43</sup> Zie De Santis, R.A. (2016), Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news, *ECB Working Paper* 1939. ([link](#)) en Andrade et al. (2016), The ECB's asset purchase programme: an early assessment, *ECB Working Paper* 1956 ([link](#))

**Figuur 3.1 Rentes (nominaal) op 10-jaars staatsobligaties dalen in de periode 1980-2017**



Bron: Datastream, CPB

De consensus in de literatuur is dat de rente de komende jaren enigszins zal oplopen, maar niet terug zal keren naar historische niveaus.<sup>44</sup> Deze oploep is toe te schrijven aan de korte termijn determinanten. Economisch herstel, een lagere werkloosheid en een hogere benutting van de productiecapaciteit genereren meer inflatiedruk. Een hogere inflatie en krasser monetair beleid leiden tot een stijging van de nominale rente. De Nederlandse lange rente loopt in nominale termen op van 0,7% in 2017 naar 1,7% in 2021 in de middellange-termijn raming. In reële termen is de lange rente eerst nog negatief om in het eindjaar in de buurt van nul te eindigen.<sup>45</sup>

### **3.2 Gevolgen van lage rente voor de financiële stabiliteit en de reële economie**

De aanhoudende omgeving van zeer lage, en zelfs negatieve rentes raken de fundamenteën van de financiële intermediatie in de reële economie op vijf terreinen: het bankwezen, pensioenfondsen, verzekeraars, private sector (huishoudens en bedrijven) en de overheden.

#### **Bankwezen gevoelig voor lage rente, Nederlandse grootbanken stabiel**

Het effect van de (langdurige) lage lange rente op de rentabiliteit van banken is complex, maar leidt doorgaans tot lagere winstgevendheid bij banken. Nu de rentetermijnstructuur vlak is, staat de rentemarge van banken onder druk. Recent empirisch onderzoek toont aan dat lagere rentemarges doorgaans leiden tot lagere winstgevendheid bij banken.<sup>46</sup> Tegelijkertijd zijn er op korte termijn twee

<sup>44</sup> Zie Ciocytte, O., S. Muns en M. Lever (2016), Determinants of long-term interest rates, CPB Achtergronddocument, mei 2016. ([link](#))

<sup>45</sup> Zie CPB (2017), Centraal economisch plan 2017. ([link](#))

<sup>46</sup> Zie Claessens, S., N. Coleman en M. Donnelly, 2017, "Low-For-Long" Interest Rates and Banks' Interest Margins and Profitability: Cross-Country Evidence, International Finance Discussion Papers 1197. ([link](#))

compenserende factoren, waarvan de omvang wel afhankelijk is van het bedrijfsmodel van de bank. Ten eerste leidt de lage rente tot een hogere waardering van financiële activa in de effectenportefeuille van banken. Deze portefeuille is overigens sinds de crisis wel in omvang gekrompen, omdat banken minder voor eigen rekening op financiële markten actief zijn. Ten tweede neemt door het economisch herstel de vraag naar nieuw krediet toe en het aantal wanbetalingen af. Hierdoor vallen eerder genomen voorzieningen vrij. Naarmate de lange rente laag blijft en de rentetermijnstructuur vlak, kunnen de korte termijn compenserende effecten verdampen, terwijl de druk op de rentemarge blijft aanhouden.<sup>47</sup>

Een aanhoudende druk op de rentemarge kan zich vertalen in lagere winstvooruitzichten voor banken. Negatieve vooruitzichten voor banken beïnvloeden de aandelenkoersen neerwaarts, verhogen de kapitaalkosten en verminderen dus het netto rendement op kredietverlening. De grootte van het effect op het netto rendement op kredietverlening hangt van meerdere factoren af. Zo hangt het effect niet alleen af van de rentetermijnstructuur, maar ook van de kredietrisico-opslagen en de mate van concurrentie tussen banken. Daarnaast spelen de rentevooruitzichten en de grootte van de bank een rol. In tijden van langdurig lage rente worden grote banken het hardst geraakt omdat zij zich vooral via internationale kapitaalmarkten financieren en in mindere mate via deposito's. Lagere winstvooruitzichten leiden tot een hoger risico voor de financiers en dus hogere financieringskosten voor de bank. Dit kan ertoe leiden dat banken conservatiever worden in hun kredietverlening aan bedrijven en huishoudens.<sup>48</sup>

Desondanks zijn de rentemarges van Nederlandse grootbanken voorsnog stabiel en lijken zelfs licht te stijgen, zie figuur 3.2.<sup>49</sup> Dit duidt niet op neerwaartse effecten van de lage rente op de winstgevendheid van banken, de mogelijkheden om kapitaalbuffers op te bouwen via winstinhouding en kredietverlening.

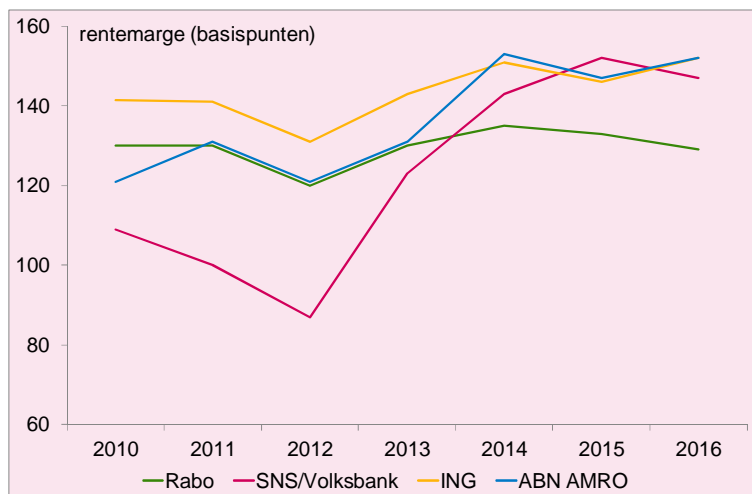
---

<sup>47</sup> Zie IMF (2017), Global financial stability report, April 2017 ([link](#)).

<sup>48</sup> Zie IMF (2017), Global financial stability report, April 2017 ([link](#)).

<sup>49</sup> Zie DNB (2016), Overzicht financiële stabiliteit, Najaar 2016. ([link](#))

**Figuur 3.2 Rentemarges Nederlandse grootbanken**



Bron: ABN AMRO, ING, SNS/Volksbank en Rabobank.

### Lage dekkingsgraad pensioenfondsen en lagere uitkeringen

De lage rente pakt in combinatie met een onvolledige indekking tegen rentedalingen<sup>50</sup> negatief uit voor veel pensioenfondsen. De rentegevoeligheid van pensioenfondsen wordt bepaald door het beleggingsbeleid, de mate van afdekking van renterisico's en het toezichtskader. Pensioenuitkeringen in een kapitaalgedekt stelsel zijn aan twee kanten van de balans gevoelig voor de rente. Enerzijds profiteren de beleggingen van pensioenfondsen van een waardestijging, doordat een lage rente de prijs van aandelen en vastrentende beleggingen opdrijft. De mate van dit opwaarts effect wordt bepaald door het beleggingsbeleid. Anderzijds wegen door een lage lange rente toekomstige verplichtingen zwaarder. Pensioenfondsen kunnen dit risico (deels) wegnemen door zich in te dekken tegen renterisico's. Hierbij speelt overigens ook de duur van een renteschok een rol. Kortdurende renteschokken werken in het Nederlandse toezichtkader beperkt door in de premie en de uitkeringen, terwijl langdurende rentewijzigingen dat wel doen.

De financiële positie van veel pensioenfondsen staat nog steeds onder druk. Naast de lage rente kwamen veel pensioenfondsen ook in onderdekking door meerdere financiële schokken in de voorbije jaren en een sterk stijgende levensverwachting.<sup>51</sup> Het risico van onvoorwaardelijke en substantiële kortingen zal naar verwachting de komende jaren dan ook aanhouden. Door de lage beleidsdekkingsgraden van de fondsen (eind maart 100%)<sup>52</sup> en het feit dat veel fondsen een gedempte

<sup>50</sup> Gemiddeld gewogen naar fondsomvang, hadden de pensioenfondsen over de periode 2007-2015 het renterisico voor ongeveer 40% afgedekt. Hierbij hadden de fondsen met de laagste renteafdekking minder dan 20% van het risico afgedekt terwijl de hoogste afdekking boven de 90% lag. Zie DNB (2015), Renteaafdekking van pensioenfondsen, november 2015. ([link](#))

<sup>51</sup> Zie Kamerbrief over de toekomst van het pensioenstelsel, Kamerstuk 32043 (347). ([link](#))

<sup>52</sup> Zie DNB statistieken. ([link](#))

kostendekkende premie<sup>53</sup> hanteren, zal er in 2017 en mogelijk ook de jaren daarna, geen sprake zijn van indexatie. Behalve het stoppen van indexeren kunnen pensioenfondsen ook premies verhogen om de beleidsdekkingsgraad te herstellen. Beide maatregelen drukken op korte termijn de consumptieve bestedingen van gepensioneerden door lagere pensioenen en werknemers door hogere premies. Op middellange termijn belasten premieverhogingen de concurrentiepositie van bedrijven via een stijging van de arbeidskosten. Het stoppen van indexeren versobert de pensioenvooruitzichten voor thans werkenden.

Bij een langdurig aanhoudende lage rente duurt herstel van de dekkingsgraad naar verwachting lang. Volgens de herstelplannen van de pensioenfondsen moet het herstel vrijwel geheel uit toekomstige rendementen komen. Een risico is dat beleggingsopbrengsten onvoldoende zijn en de fondsen verder onder druk komen te staan. In dat geval moet herstel van de fondsen worden bereikt via lagere pensioenen, gecombineerd met hogere pensioenpremies.

Per saldo pakt een rentestijging naar verwachting positief uit voor pensioenfondsen. Bij een rentestijging verliezen pensioenfondsen geld op de waarde van obligaties en aandelen. Tegelijkertijd hoeven ze ook minder vermogen aan te houden om de pensioenen te kunnen garanderen (rekenrente stijgt). Bij een snelle rentestijging blijft de UFR wellicht achter bij de markrentes, met een drukkend effect op de dekkingsgraden.

### **Lage lange termijn rente ondermijnt vermogenspositie verzekeraars**

De lage rente ondermijnt de vermogenspositie van verzekeraars en levensverzekeraars in het bijzonder. De rente heeft invloed op de activazijde (beleggingen) en de passivazijde (uitkeringen) van de balans. Enerzijds trekt een lage rente een zware wissel op verzekeraars omdat de toekomstige verplichtingen zwaarder wegen. Door de lage rente stijgt de marktwaarde van de verplichtingen aan polishouders snel, omdat de verplichtingen tegen een lagere discontovoet (de UFR) worden gewaardeerd. De Europese koepel van toezichthouders Eiopa heeft recent besloten de UFR voor verzekeraars stapsgewijs te verlagen. Anderzijds profiteren de vastrentende beleggingen (obligaties) van een waardeverhoging doordat een lage rente de prijs opdrijft.

De lage rente pakt per saldo negatief uit voor de solvabiliteitsposities van (levens)verzekeraars. Zij hebben te maken met een negatieve 'duration gap' – de looptijd van de verplichtingen overstijgt de looptijd van de bezittingen. In die situatie is er sprake van een 'reinvestment risk': de nieuwe beleggingen behalen een lager rendement dan beleggingen deden in de tijd waarin de verplichtingen zijn aangegaan.

---

<sup>53</sup> Veel fondsen hanteren een gedempte kostendekkende premie, die voor 5 jaar vast staat en nog uitgaat van hogere rente dan de actuele rentestand. De premie en opbouw dragen per saldo negatief bij aan de dekkingsgraad bij veel fondsen.

Omdat dit risico niet (volledig) is afgedekt, leidt een daling van de rente tot een verlaging van de solvabiliteit.

Uit de Europese stresstest voor verzekeraars van het afgelopen jaar blijken Nederlandse verzekeraars kwetsbaar voor het stressscenario waarbij de lange termijn rente zeer lang erg laag blijft. In dat stressscenario gaat de rekenrente naar 2%, tegen 4,2% nu, en verdampt 38% van het eigen vermogen van Nederlandse verzekeraars.<sup>54</sup> In geen ander EU-land zijn verzekeraars zo kwetsbaar voor een langdurige lage rente. De zeer lange verplichtingen/garanties van Nederlandse levensverzekeraars zijn hiervoor de belangrijkste verklaring.<sup>55</sup>

Bij een rentestijging verbetert de solvabiliteit van verzekeraars aanzienlijk, maar dat betekent niet dat de problemen voor verzekeraars zijn opgelost. De vooruitzichten van verzekeraars blijven zeer ongunstig. Zo staat de winstgevendheid van verzekeraars ook onder druk door een afkalvende markt voor levensverzekeringen, door IT-legacyvraagstukken, en door nieuwe toetreders die lagere kosten hebben en beter weten in te spelen op specifieke wensen van klanten. Ook blijven potentiële claims als gevolg van de woekerpolisaffaire als een donkere wolk boven de sector hangen.<sup>56</sup>

### **Private sector profiteert van lage rentelasten, risico's bij stijgende rente gering**

Naarmate de rente langer laag blijft, worden steeds meer leningen tegen een lagere rente overgesloten en nemen de rentelasten van huishoudens en bedrijven af. Sparen levert voor huishoudens en bedrijven weinig op, maar hier tegenover staat dat de rentes die ze betalen op hun schulden zijn gedaald.

Bij een stijging van de rente kan het risico optreden dat huishoudens hun hypotheeklasten na afloop van de rentevaste periode niet meer kunnen betalen. Echter, de huidige financieringslastpercentages (bruto hypotheeklasten ten opzichte van het bruto inkomen) bepaald door het Nibud mitigeren voor nieuwe hypotheek het risico van stijgende rente. Voor nieuwe hypotheek vertaalt het Nibud de lagere hypotheekrentes in lagere maximale financieringslastpercentages.<sup>57</sup>

Daarbij komt dat veel huishoudens hun hypotheek hebben overgesloten met lange looptijden. Als de rentes op termijn stijgen door gunstige economische ontwikkelingen, dan zal dat gepaard gaan met hogere lonen. Hiermee neemt het risico dat huishoudens hun hypotheek niet kunnen betalen ook af. Veel nieuwe

---

<sup>54</sup> EIOPA doet alleen uitspraken over de effecten van een aanhouden lage rente op het eigen vermogen en niet op de solvabiliteit. De reden is dat het zeer ingewikkeld is om het effect van aanhoudende lage rente op de solvabiliteit uit te rekenen, omdat ook andere effecten in de solvabiliteitsberekeningen elkaar beïnvloeden. Zie EIOPA (2016), Insurance stress test report. ([link](#))

<sup>55</sup> Zie EIOPA (2016), Insurance stress test report. ([link](#))

<sup>56</sup> Zie CPB, 2016, Risicorapportage financiële markten 2016, CPB Notitie 30 mei 2016. ([link](#))

<sup>57</sup> Zie NIBUD (2016), Financieringslastnormen 2017, Nibud, oktober 2016. ([link](#))



hypotheken kennen een annuïtair aflossingsschema, wat huishoudens op termijn ook minder gevoelig maakt voor de rente.

Bedrijven worden sneller geraakt bij een stijging van de rente: ongeveer de helft van het uitstaande bancaire krediet aan niet-financiële bedrijven heeft een looptijd korter dan een jaar. Het risico van het niet kunnen betalen van de hogere rentelasten is kleiner als de rentestijging gepaard gaat met een hoger prijsniveau. Immers, dan stijgen afzetprijzen voor bedrijven en is het financiële risico voor die bedrijven dus gering.

### **Lage rentelasten voor overheden**

De lage marktrentes faciliteren de financierbaarheid van staatsschulden in Europa. De rentelasten van overheden daalden sterk de afgelopen jaren. Zo daalden de rentelasten van de Nederlandse overheid van rond de 4% bbp eind jaren '90 naar 1% bbp in 2016. Zuid-Europese lidstaten (uitgezonderd Portugal) hebben het voordeel van de lage rente in de afgelopen periode voor een belangrijk deel aangewend om de overheidsbestedingen toe te laten nemen, in plaats van dit te benutten voor het terugdringen van de staatsschuld.

Stijgende rentes zouden voor landen met een hoge schuld echter opnieuw voor problemen rondom de schuldenhoudbaarheid kunnen zorgen. Hieruit voortvloeiende onrust op de financiële markten kan leiden tot hogere risicopremies op staatsobligaties van landen met hoge overheidsschulden.

Europese banken kunnen bij een onverwachte risicopremieverhoging en de huidige incomplete bankenunie nog in de problemen komen. Vanwege de voorkeursbehandeling (geen kapitaaleisen en concentratiebeperkingen) zijn Europese banken nog steeds belangrijke houders van staatsobligaties. De recente ervaringen uit de eurocrisis leren dat blootstellingen aan overheden niet risicovrij zijn en Europese banken kunnen raken. Het verminderen van de voorkeursbehandeling van uitzettingen op overheden in de toezichtregelgeving voor banken op mondiaal en Europees niveau zou op lange termijn de financiële stabiliteit bevorderen.

## **4 De risico's van een harde landing van de Chinese economie**

Het economische succes van China is gepaard gegaan met groeiende onevenwichtigheden: (i) het hoge aandeel van bedrijven met hoge schulden in combinatie met noodlijdend krediet, (ii) stijgende vastgoedprijzen en (iii) een groeiend schaduwbankstelsel. Alle drie zijn verweven met elkaar. Vooral het aandeel

van bedrijven met probleemschulden en het groeiende schaduwbankstelsel vormen een risico voor Chinese economie.

De gevolgen van een harde landing op de wereldeconomie lijken op korte termijn nog te overzien, om drie redenen. Ten eerste omdat de Chinese overheid over voldoende middelen beschikt om een grote schuldenlast op te vangen. Ten tweede omdat de integratie van China met het mondiale financiële systeem nog beperkt is. Tenslotte zullen de gevolgen voor internationale handel niet te veronachtzamen zijn, maar wel te overzien omdat de handel met China beperkt van invloed is op de Nederlandse economie.

Echter, het is niet uit te sluiten dat een harde landing op middellange termijn grotere gevolgen zal hebben. De onevenwichtigheden in de Chinese economie worden alsmear groter en dus moeilijker op te vangen. De financiële integratie van China met de rest van de wereld neemt toe en zal versnellen als de Chinese overheid de restricties op kapitaalstromen verlicht.

## 4.1 Groeiende onevenwichtigheden in China

In China is in de afgelopen drie decennia de jaarlijkse bbb-groei gemiddeld circa 10% per jaar geweest waarbij het bbb per inwoner verdrievoudigde. Dit is bereikt doordat het de productiehub van de wereld werd en de grootste exporteur, geholpen door het lidmaatschap van de WTO in 2011. Daarnaast wordt de economische groei ook gedreven door kapitaalopbouw. In 2015 bedroegen de bruto investeringen bijna 45% bbb, aanzienlijk hoger dan het internationale gemiddelde.<sup>58</sup> De hoge investeringen worden ondersteund door hoge besparingen. De jaarlijkse bruto besparingen in de Chinese economie zijn meer dan 5000 miljard dollar in 2016. Dit komt overeen met 75% van de besparingen van de VS en de EU samen.

Het groeimodel gaat echter gepaard met groeiende onevenwichtigheden, die door de wereldwijde financiële crisis tien jaar geleden zijn verergerd. Om de gevolgen van deze crisis te verzachten startte China een enorme economische stimulans van 11% van het bbb, vooral bedoeld voor infrastructuur en sociale woningbouw. De binnenlandse vraag werd hiermee weliswaar gestabiliseerd, maar het leidde tegelijkertijd tot een verdere opbouw van onevenwichtigheden.<sup>59</sup> China's *credit rating* is daarom eind mei dit jaar voor de eerste keer in bijna 30 jaar door Moody's gedegradeerd.

---

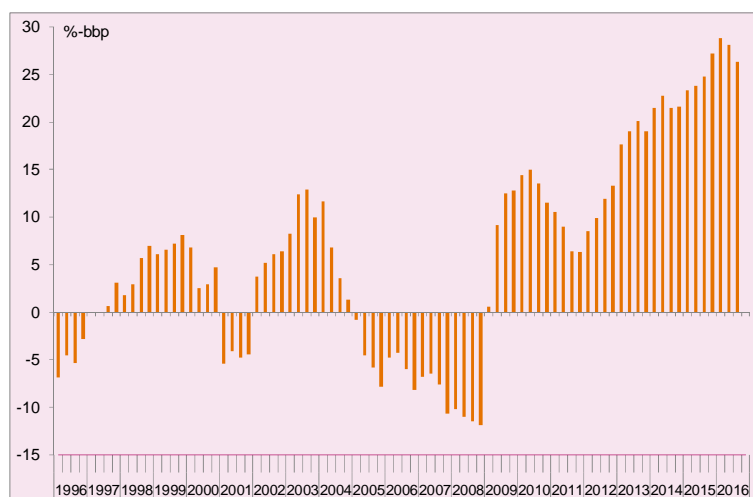
<sup>58</sup> Zie Haver (2017), Dataset emerging markets: Asia and Pacific, Haver Analytics.

<sup>59</sup> Zie Lam, W., Rodlauer, M., en Schipke, A., 2017, Modernizing China : Investing in Soft Infrastructure. ([link](#))

### Aandeel van bedrijven met schulden en noodlijdend krediet nemen toe

De uitstaande bedrijfsschulden, 170% van het bbp in 2016, zijn.<sup>60</sup> De ratio van krediet over bbp is de afgelopen jaren flink gegroeid ten opzichte van zijn lange termijn trend, zie figuur 4.1. Een snelle stijging van de ratio van krediet over bbp kan wijzen op een overmatige kredietgroei,<sup>61</sup> wat kan leiden tot het opbouwen van systemische risico's voor de financiële stabiliteit.<sup>62</sup> De hoge schuldenlast van bedrijven kan de rentabiliteit van de banken negatief beïnvloeden en leiden tot liquiditeitsproblemen. De obligatiemarkt in China laat tekenen van groeiende stress zien. De belangrijkste aanwijzing hiervoor zijn 17 wanbetalingen op obligaties in 2016<sup>63</sup>, het drievoudige van het totale aantal in 2015.

**Figuur 4.1** Groeiende afwijking van de krediet/ bbp ratio ten opzichte van zijn lange termijn trend (credit-to-GDP gap)



Bron: BIS, 2017

Het aandeel probleemleningen neemt toe. De potentiële *debt-at-risk*, oftewel schulden waarvan er een gerede kans bestaat dat deze niet terugbetaald worden, bedraagt 15,5% van de totale bedrijfsleningportefeuille. Het IMF berekende dat als 60% van deze schulden niet wordt afbetaald, het potentiële verlies ongeveer 7% bbp bedraagt.<sup>64</sup> Dit is in sterk contrast met de officiële cijfers. De totale ratio van uitstaand noodlijdend krediet in China is sinds 2013 aan het stijgen tot 1,8% van het totale kredietvolume. Daarnaast neemt het aantal leningen dat wordt gezien als problematisch zonder als noodlijdend te worden geoormerkt in de afgelopen jaren sterk toe. Als deze leningen bij het noodlijdend krediet worden opgeteld, dan is 5,8% van het totale kredietvolume in 2016 noodlijdend.<sup>65</sup>

<sup>60</sup> Zie OECD (2017), OECD Economic Surveys: China 2017. ([link](#))

<sup>61</sup> Zie BIS (2017), BIS Statistics. ([link](#))

<sup>62</sup> Alessi, L. en C. Detken, 2014, Identifying excessive credit growth and leverage, ECB Working Paper 1723. ([link](#))

<sup>63</sup> Gemeten tot en met 30 juni 2016.

<sup>64</sup> Zie IMF, 2016, Paper on the People's Republic of China: Selected Issues, 16/271 IMF Country Report. ([link](#))

<sup>65</sup> Zie German Council of Economic Experts, 2016, Transformation in China Harbours Risks, In Annual Report 2016/17: Time for Reforms. ([link](#)); en OECD (2017), OECD Economic Surveys: China 2017. ([link](#))

Daarnaast is een deel van het problematische krediet is verborgen in het financiële stelsel. Banken brengen problemleningen vaak onder in *special purpose entities*. Dit zijn vehikels die voor een enkele transactie worden opgericht om risico's van de bankbalans te krijgen en zo te isoleren van de andere activa van de bank.<sup>66</sup>

De verwachting is dat er in 2017 meer wanbetalingen zullen optreden. De combinatie van de verslechterende balansen van veel Chinese bedrijven en een dalende economische groei in China zijn hiervoor de belangrijkste verklaring. Bovendien heeft de Chinese regering in het 13e Vijfjaarplan aangegeven de overcapaciteit in bepaalde industrieën te reduceren. Hierdoor ontstaan onvermijdelijk meer wanbetalingen. Dit effect kan op korte termijn worden verzacht door wanbetalers te helpen of schuldeisers te vragen om een verlies te nemen.

### **Vastgoedprijzen zijn omhoog geschoten**

De vastgoedprijzen zijn sterk gestegen, vooral in grote steden. Vooral in 2015 stegen de huizenprijzen in de grote Chinese steden zeer sterk, zie figuur 4.2. De gemiddelde woningprijzen, gemeten per vierkante meter, blijven vooralsnog stijgen (12% jaar-op-jaar groei in december 2016).

De Chinese regering probeert de oververhitting van de woningmarkt tegen te gaan. Allereerst door verdere verscherping van hypothecaire leennormen en een verbod op het verzilveren van overwaarde. Ten tweede hebben de vier grote Chinese steden, waaronder Beijing, additionele beperkingen geïntroduceerd op leningen en striktere eisen voor aanbestedingen voor kopers van een tweede woning, om de oververhitting van de vastgoedmarkt tegen te gaan. Ook classificeren meer kopers volgens de nieuwe regels als 'kopers van een tweede huis'.<sup>67</sup> Tenslotte beperkten lokale overheden het aanbod van grond om de prijzen hoog te houden. Het totale vrijgegeven aanbod van grond voor vastgoedontwikkeling daalde in 2014 met 25%, en nog eens met 21% in 2015.<sup>68</sup>

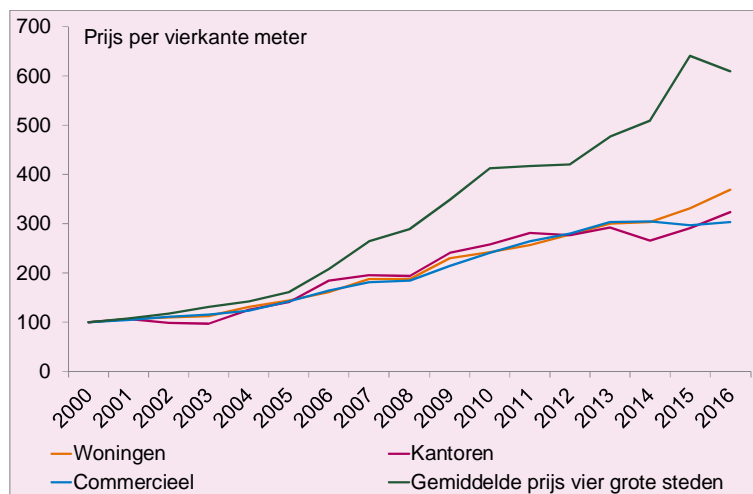
---

<sup>66</sup> Zie German Council of Economic Experts, 2016, Transformation in China Harbours Risks, In Annual Report 2016/17: Time for Reforms. ([link](#))

<sup>67</sup> Zie OECD (2017), OECD Economic Surveys: China 2017. ([link](#))

<sup>68</sup> Zie Financial Times (2017), China's housing boom ends as prices fall in top cities, 18 januari. ([link](#))

**Figuur 4.2 Vastgoedprijzen in China stijgen sterk, vooral in de steden (2000=100)<sup>69</sup>**



Bron: Haver Analytics, 2017

Tegelijkertijd is een groot deel van de woningen zonder hypotheek gekocht, waardoor de financial een huizenprijschok waarschijnlijk kunnen absorberen. Het grootste deel van de woningen is zonder hypotheek maar met spaargeld gekocht. Het huizenbezit in China vertegenwoordigt gemiddeld ruim 70% van het vermogen van huishoudens, en zelfs 80% in grote steden zoals Beijing en Shanghai.<sup>70</sup> Volgens het *China Household Finance Survey*<sup>71</sup> blijft de hypotheekschuld relatief laag: goed voor 54,9% van de schulden van huishoudens, terwijl de gemiddelde schuld 12,9% bedraagt van het bezit van huishoudens. Bovendien zijn de voorschriften voor hypothecaire leningen streng, zodat de financiële sector waarschijnlijk de schok kan absorberen.<sup>72</sup>

Het effect van dalende huizenprijzen op consumptie zal in China kleiner zijn dan veel ontwikkelde economieën bij de huizenprijsdaling in 2008. Er zijn twee tegengestelde effecten bij een prijsdaling: de groep van vastgoedbezitters zal vermogen verliezen,<sup>73</sup> maar de groep die voor het eerst een huis wil kopen zal er baat bij hebben. De meeste studies concluderen dat het laatste effect in China domineert.<sup>74</sup> Dit komt omdat in China er een grote groep van ‘nieuwe migranten’ naar de grote steden is getrokken,

<sup>69</sup> Gemiddelde prijzen voor heel China; de vier grote steden zijn Beijing, Shanghai, Guangzhou en Shenzhen; prijzen zijn van december.

<sup>70</sup> Zie Xie, Y. en Y. Jin, 2015, Household wealth in China, *Chinese sociological review*, vol 47(3):203-229. ([link](#))

<sup>71</sup> De data is verkregen van de staf van het *Survey and Research Center for China Household Finance*.

<sup>72</sup> Zie OECD, 2017, *OECD Economic Surveys: China 2017*. ([link](#))

<sup>73</sup> Zie Erken, H., B. Giesbergen en M. Every, 2016, How serious is China’s housing market bubble? ([link](#))

<sup>74</sup> Zie Bussiere, M., Kalantzis, Y., Lafarguette, R., en Sicular, T, 2013, Understanding household savings in China: The role of the housing market and borrowing constraints, MPRA Paper, 44611 ([link](#)); Chamon, M. D. en Prasad, E. S., 2010, Why are saving rates of urban households in China rising?, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 93–130. ([link](#)); Cheng, J. en Huang, S, 2013, Judicial Independence and Market Fragmentation-Evidence from the Geographical Rotation of Judges in China, *Economic Research Journal*, Vol 9: 56–70 ([link](#)); Dong, Z., E. Hui en S. Jia, 2017, How does housing price affect consumption in China: Wealth effect or substitution effect?, *Cities*, Vol(64): 1-8. ([link](#))

die voor het eerst een huis kopen of huren.<sup>75</sup> Daarom zal een daling van de huizenprijzen een beperkt effect op consumptie hebben.<sup>76</sup>

### **China's 'schaduwbankensysteem' is explosief gegroeid**

Het schaduwbankwezen vormt een belangrijk risico voor de Chinese financiële stabiliteit. De hoge spaarquote heeft geleid tot een zoektocht naar winstgevende investeringen en hierdoor is het 'schaduwbanksysteem' aanzienlijk gegroeid. In 2015 was deze sector 58% van het bbp.<sup>77</sup> Het IMF rapporteert dat ongeveer de helft van de schaduwkredietproducten 'niet-standaard kredietmiddelen' (*NCSA*) of aandelen als onderliggende activa hebben en vrij risicovol zijn in vergelijking met bedrijfsleningen.<sup>78</sup>

Het grootste risico zit in de zogenaamde *wealth management products* (WMP's), financieringsinstrumenten die door de banken in China worden gebruikt. Zij zijn vergelijkbaar met aandelen in een beleggingsfonds, behalve dat ze meestal een vaste looptijd hebben die kort is. Er wordt ook een vast rendement beloofd, wat niet echter gegarandeerd is. Het is vaak onduidelijk wat de onderliggende activa zijn. De waarde van WMP's is in 2014 gestegen van bijna 20% van het bbp naar 37% van het bbp in 2016.<sup>79</sup>

Het IMF wijst er op dat de risico's van schaduwproducten mogelijk minder beheersbaar zijn dan noodlijdende kredieten en makkelijk kunnen overslaan naar andere delen van de Chinese economie.<sup>80</sup> Ten eerste worden WMP's gebruikt om inefficiënte staatsbedrijven of bedrijven die in problemen verkeren te financieren. Ten tweede worden WMP's geïnvesteerd in bedrijfssectoren die geraakt kunnen worden door dalende vastgoedprijzen, die overcapaciteit hebben, of die voorraden hebben die gevoelig zijn voor zeepbelvorming. Ten derde, WMP's worden doorverkocht naar verschillende instellingen. Zo worden WMP's rechtstreeks door banken verkocht, maar ook via derden, met opbrengsten die dan belegd of herbelegd worden in WMP's. De rollende aard van dit systeem, waarbij nieuwe producten de verplichtingen van voorheen uitgegeven producten (helpen) dekken, creëert een ondoorzichtig en sterk samenhangend systeem risico's, dat mogelijk een kettingreactie kan veroorzaken.

---

<sup>75</sup> Zie Buijter, W.H., 2010, Housing wealth isn't wealth, *Economics: The open-access, open assessment E-journal* (4), 2010-22. ([link](#))

<sup>76</sup> Zie Tian, Q. en Z. Zhou, 2014, Does wealth effect exist in China's real estate market and stock market?" *Advances in Applied Economics and Finance*. Vol.4(3): 714-716, ([link](#))

<sup>77</sup> Zie German Council of Economic Experts, 2016, Transformation in China Harbours Risks, In Annual Report 2016/17: Time for Reforms. ([link](#))

<sup>78</sup> Zie IMF, 2016, Paper on the People's Republic of China: Selected Issues, 16/271 IMF Country Report. ([link](#))

<sup>79</sup> Zie Haver, 2017, Dataset emerging markets: Asia and Pacific, Haver Analytics.

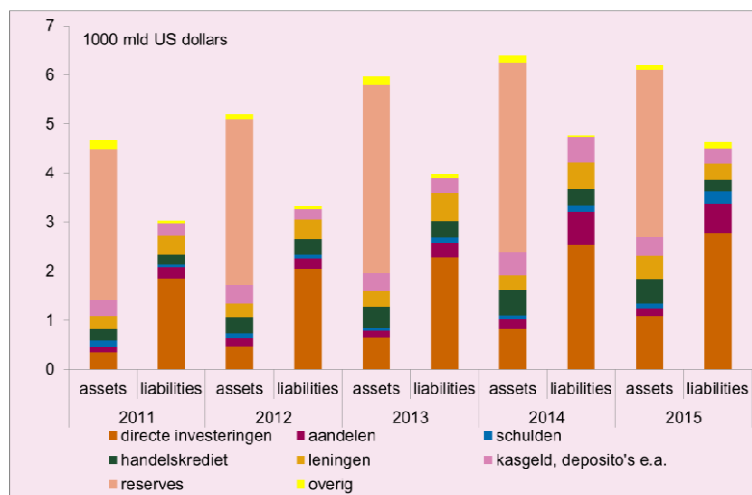
<sup>80</sup> Zie IMF, 2016, Paper on the People's Republic of China: Selected Issues, 16/271 IMF Country Report. ([link](#)); Nunlist, T., 2016, Faith-based banking: wealth management products in China, CKGSB Knowledge, December 2016, Cheung Kong Graduate School of Business. ([link](#)); Perry, E. en F. Weltewitz, 2015, Wealth Management Products in China, Bulletin June 2015, Reserve Bank of Australia. ([link](#)); Lam, W., Rodlauer, M., en Schipke, A., 2017, Modernizing China : Investing in Soft Infrastructure. ([link](#))

Omdat veel Chinese huishoudens vaak grote bedragen hebben belegd in WMP's, soms hun hele spaarbedrag, zal een flinke waardedaling van WMP's reële en tastbare gevolgen hebben voor hen. De meeste WMP's zijn niet expliciet gegarandeerd door de uitgevende bank, zodat beleggers het risico van deze producten volledig dragen. Daarnaast kan een flinke waardedaling tot een verlies van vertrouwen in het financiële systeem leiden, wat in het ergste geval tot een liquiditeitscrisis kan leiden.

## 4.2 Toenemende financiële integratie maakt de rest van de wereld kwetsbaar voor een Chinese harde landing

De financiële banden van China met de rest van de wereld zijn al aanzienlijk en zullen verder groeien door de geleidelijke liberalisering van de kapitaalrekening.<sup>81</sup> Het IMF schat dat de totale Chinese activa en passiva in het buitenland nu al 5-6 biljoen USD omvatten (figuur 4.3). Voorspeld wordt dat de internationale investeringspositie van China kan toenemen van de huidige 5% van het wereldwijde bbp naar 30% in 2025.<sup>82</sup> Als de Chinese autoriteiten de beperkingen op kapitaalinstroom en -uitstroom opheffen, zal China's grote en complexe maar ook kwetsbare financiële systeem geleidelijk integreren met de rest van de wereld.

**Figuur 4.3 Totale Chinese activa en passiva in het buitenland**



Bron: IMF, 2016<sup>83</sup>

De stijging van de kapitaaluitstroom kan worden toegeschreven aan de verwachting van verdere daling van de renminbi, het afnemen van het marktvertrouwen in de groei van China en een herverdeling van renminbi en vreemde valuta activa in de portefeuilles van de private sector (toen beperkingen in bepaalde categorieën

<sup>81</sup> Zie Arslanalp, S. W. Liao, S. Piao en D. Seneviratne, 2016, China's Growing Influence on Asian Financial Markets, IMF Working Paper 16/73. ([link](#))

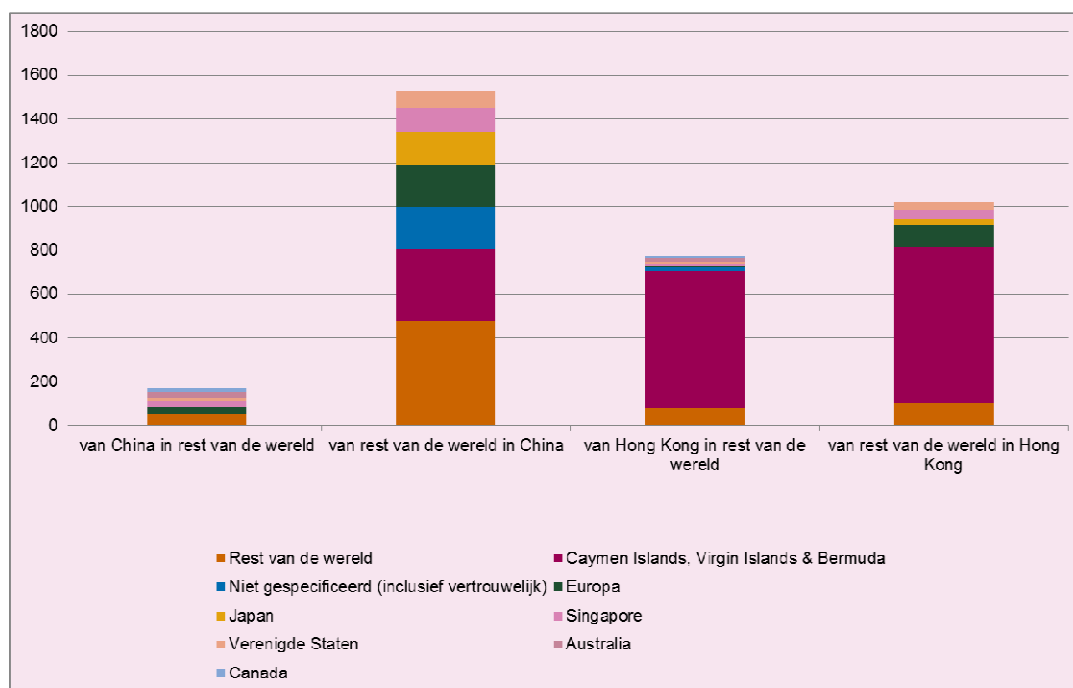
<sup>82</sup> Zie J. Hooley, 2013. Bringing Down the Great Wall? Global Implications of Capital Account Liberalisation in China. Bank of England Quarterly Bulletin 2013 Q4. ([link](#))

<sup>83</sup> Zie IMF, 2016, Spillovers from China: financial channels. IMF Spillover notes 5. ([link](#))

werden opgeheven). Chinese huishoudens en bedrijven hebben een groeiende voorkeur voor de activa in vreemde valuta, door een enorme overschotbesparing (15% bbp) en zorgen over de anti-corruptiecampagne. Hierdoor zijn de valutareserves van de Centrale Bank scherp gedaald (van 4 biljoen dollar in juni 2014 tot 3 biljoen dollar in januari 2017).

De kapitaalinstroom is afgenomen door dalingen in externe leningen en deposito's van niet-ingezetenen. Door meer binnenkomende directe buitenlandse investeringen is de daling wat geremd.<sup>84</sup> Europa is goed voor 12% van de buitenlandse investeringen in China en 10% in Hong Kong, zie figuur 4.4.

**Figuur 4.4 Buitenlandse investeringen van en naar China en Hong Kong in 2015<sup>85</sup>**



Bron: IMF, 2017

Kapitaalstromen zullen steeds volatieler worden als de huidige kapitaalrestricties minder bindend worden. Het IMF verwacht dat liberalisering van de kapitaalrekening zal leiden tot een grotere uitstroom op korte termijn.<sup>86</sup> Dit zal effect hebben op wisselkoersen, rentetarieven, krediet en output.

Door de onderlinge verbondenheid van wereldwijde financiële markten, kan niet uitgesloten worden dat na liberalisering, volatiele Chinese kapitaalstromen leiden tot volatiliteit op de wereldwijde financiële markten. Het IMF laat in een scenario studie zien dat liberalisering van de kapitaalstromen in China activaprijzen wereldwijd

<sup>84</sup> Zie IMF, 2016, Paper on the People's Republic of China: Selected Issues, 16/271 IMF Country Report. ([link](#))

<sup>85</sup> Investerings tussen China en Hong Kong zijn niet meegenomen

<sup>86</sup> Zie Lam, W., Rodlauer, M., en Schipke, A., 2017, Modernizing China : Investing in Soft Infrastructure. ([link](#))



beïnvloeden.<sup>87</sup> Ook kan een liberalisering van de kapitaalrekening worden gevolgd door een vergroting van Chinese activa in het buitenland in de orde van 15-25% Chinees bbp, en een kleinere aanpassing voor buitenlandse activa in China van 2-10% Chinees bbp.<sup>88</sup> China heeft onlangs een de stap genomen om de obligatiemarkt te openen voor buitenlandse investeerders.

Als Chinese overheid liberalisering van de kapitaalstromen combineert met een vermindering van de krediet- en schuldengroei, zou een groot deel van het kapitaal in het buitenland worden geïnvesteerd. Dit zou kunnen leiden tot een mondiaal onbeheersbaar lopende rekeningoverschot.<sup>89</sup>

### De financiële gevolgen van een harde landing van de Chinese economie vormen een risico voor Nederland

Gezien de omvang van de bilaterale investeringen zijn de directe effecten voor Nederland beperkt, maar groeiend. Volgens DNB statistieken<sup>90</sup> waren in 2016 de Nederlandse bruto financiële vorderingen op China en Hong Kong 31 miljard euro, wat 37% van de Nederlandse netto financiële vorderingen in Azië bedraagt.<sup>91</sup> BIS data laten zien dat Nederlandse banken bijna 10 miljard dollar aan vorderingen op Hong Kong hebben.<sup>92</sup>

**Tabel 4.1 Buitenlandse directe investeringen van en naar Nederland en China (inclusief Hong Kong), 2013-2015 (C = niet gespecificeerd en/of vertrouwelijk)**

Miljard USD	Chinese investeringen in Nederland			Nederlandse investeringen in China en Hong Kong		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
China	C	17.3	22.5	27.5	26.0	22.6
Hong Kong	22.0	C	19.9	31.9	35.1	29.7
Totaal	> 21.9	> 17.3	42.3	59.4	61.1	52.4

Bron: OESO, 2017

Nederlandse directe investeringen in China (inclusief Hong Kong) zijn iets hoger dan Chinese investeringen in Nederland; in 2015 lagen deze rond de 42 en 52 miljard respectievelijk (tabel 4.1). Chinese bedrijven creëerden in Nederland op twee na de meeste werkgelegenheid (na de VS en het Verenigd Koninkrijk) en implementeerden op een na de meeste projecten in 2016.<sup>93</sup> De Nederlandse economie kan derhalve worden geraakt als Chinese bedrijven (zoals Anbang) hun investeringen

<sup>87</sup> Zie IMF, 2011, People's Republic of China Spillover Report for the 2011 Article IV consultation and selected issues. IMF Country Report No 11/193. ([link](#))

<sup>88</sup> Zie Bayoumi, T. en F. Ohnsorge, 2013, Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China, IMF Working Paper 13/189. ([link](#))

<sup>89</sup> Financial Times (2017), Chinese finance is storing up trouble for the rest of the world, 4 april 2017. ([link](#))

<sup>90</sup> Zie DNB statistieken. ([link](#))

<sup>91</sup> De cijfers zijn niet geconsolideerd. In DNB-statistieken is er geen informatie over China in de geconsolideerde gegevens.

<sup>92</sup> Financiële banden met China namen toe door middel van directe links en via HK SAR. Als een wereldwijde financieel centrum en hub voor offshore renminbi clearing en settlement, verdeelt HK SAR fondsen uit andere landen naar China. Er is geen informatie over de vorderingen van Nederlandse banken op China en Macao.

<sup>93</sup> Zie Netherlands Foreign Investment Agency. ([link](#))

terugtrekken. De impact hiervan zal echter bescheiden zijn, omdat het aandeel van Chinese investeringen niet meer dan 1% van de totale investeringen in Nederland bedraagt.<sup>94</sup>

De indirecte financiële *spillovers* kunnen voor Nederland belangrijker zijn dan de directe *spillovers*. We onderscheiden een aantal manieren waarop de indirecte financiële *spillovers* van China van invloed kunnen zijn op Nederland. Ten eerste, door middel van wereldwijde *risk-off episodes*, wat gedefinieerd wordt als het punt waarop de VIX 10 %-punt toeneemt boven het gemiddelde van de afgelopen 60 dagen. De VIX wordt ook wel de angstbarometer van financiële markten genoemd. Als China schokken teweegbrengt die wereldwijde risicopremies beïnvloeden, kan Nederland worden beïnvloed door *risk-off episodes*. Schokken in Chinese aandelenkoersen in augustus 2015 en januari 2016 illustreren dit mechanisme. Niet alleen de aandelenmarkten in de Aziatische regio<sup>95</sup>, maar ook de aandelenmarkten in Duitsland, Frankrijk, Italië, Spanje, het Verenigd Koninkrijk, de VS en Japan bleken gevoelig voor aanzienlijke dalingen in de Chinese prijzen.<sup>96</sup>

Ten tweede is de potentiële invloed van China op de markt voor Amerikaans schatkistpapier van belang. China heeft de grootste buitenlandse valuta-reserves ter wereld: eind 2015 had deze een waarde van 3,4 biljoen euro. Een aanzienlijk deel van deze reserves is geïnvesteerd in Amerikaanse staatsobligaties, wat de rente op Amerikaanse overheidsobligaties kan hebben verlaagd.<sup>97</sup> Hoewel hiervoor empirisch bewijs ontbreekt, kunnen we de risico's van dit kanaal niet uitsluiten.

### 4.3 De spillovers via handel van een harde landing zijn relatief klein voor de Nederlandse economie

Naarmate China zich ontwikkelde als de tweede grootste economie ter wereld, vernegenvoudigde de handel tussen 2000 en 2017, is China de grootste exporteur en op een na grootste importeur van goederen geworden.<sup>98</sup> Het is de tweede belangrijkste handelspartner van Nederland buiten de EU. De afgelopen twee jaar nam het handelsvolume echter af (zowel invoer als de uitvoer), wat te maken heeft met het Chinese beleid om de economie meer te richten op de binnenlandse markt.

---

<sup>94</sup> Zie OECD statistieken ([link](#))

<sup>95</sup> Zie IMF, 2016, Building on Asia's strengths during turbulent times. ([link](#))

<sup>96</sup> Zie German Council of Economic Experts, 2016, Transformation in China Harbours Risks, In Annual Report 2016/17: Time for Reforms. ([link](#))

<sup>97</sup> Schattingen wijzen uit dat als er geen buitenlandse aankopen van Amerikaanse staatsobligaties waren geweest, de rente ongeveer 150 basispunten hoger zou zijn geweest. Omdat China ongeveer 15% van de aankopen voor haar rekening neemt, wordt China's bijdrage aan de daling van de Amerikaanse rente op ongeveer 20 tot 25 basispunten geschat. Zie Neely, C., 2017, Chinese Foreign Exchange Reserves, Policy Choices and the U.S. Economy, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2017-001A. ([link](#)); en Warnock, F. E. en V. C. Warnock, 2009, International Capital Flows and U.S. Interest Rates, Journal of International Money and Finance, Vol 28(6): 903-919. ([link](#))

<sup>98</sup> Na de VS; de EU als geheel niet meegerekend.

De groei van China was lang gebaseerd op de productie en export van goedkope producten, semi-fabricage en invoer van grondstoffen.

Hoewel China een belangrijke handelspartner voor Nederland is, zal een sterke vertraging van de Chinese handel een relatief bescheiden direct effect hebben op de Nederlandse economie. Natuurlijk zullen specifieke bedrijven in Nederland die veel met China verhandelen, worden geraakt. Een doorrekening wijst uit dat een halvering (-4%-punt) van de Chinese binnenlandse bestedingen, de voor Nederland relevante wereldhandel daalt met 0,9 %, vergelijkbaar met een bbp-effect van -0,3 %-punt.<sup>99</sup> Andere doorrekeningen laten zien dat een daling van de invoer van China met 10% ten opzichte van het basis scenario in 2016 en 2017 leidt tot een verlies van ongeveer 1,2% bbp van de wereldwijde uitvoerinkomsten. Dit loopt op tot 2,0% in 2017 wanneer ook rekening wordt gehouden met netwerkeffecten. Over een periode van 3 tot 4 jaar nemen de effecten geleidelijk af tot 0,2%.<sup>100</sup> De indirecte effecten op Europa's bbp zijn minder groot, terwijl de effecten voor Nederland iets hoger zijn (2,8% in 2017, afnemend naar 0,5% in 2020).

---

<sup>99</sup> Zie CPB, 2016, Macro Economische Verkenning 2017. ([link](#))

<sup>100</sup> Zie Kireyev, A. en A. Leonidov, 2016, China's Imports Slowdown: Spillovers, Spillins, en Spillbacks, IMF Working Paper 16/51. ([link](#))