

Verslag Financieel Stabiliteitscomité 1 december 2023

In het Financieel Stabiliteitscomité (FSC) spreken vertegenwoordigers van de Autoriteit Financiële Markten (AFM), De Nederlandsche Bank (DNB) en het ministerie van Financiën over ontwikkelingen op het gebied van financiële stabiliteit in Nederland. Het Centraal Planbureau (CPB) neemt als externe deskundige deel aan de vergaderingen. Bij de bespreking over de woningmarkt tijdens deze vergadering was ook de Directeur Wonen van het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties aanwezig. De President van DNB is voorzitter van het FSC.

Tijdens de vergadering van 1 december 2023 heeft het FSC gesproken over de actuele ontwikkelingen en risico's voor financiële stabiliteit. Daarnaast zijn de uitkomsten van het [door DNB en AFM uitgevoerde onderzoek](#) naar liquiditeitsrisico's bij pensioenfondsen en betrokken uitvoerende vermogensbeheerders besproken. Dit onderzoek volgt op een [aanbeveling](#) van het FSC om verder onderzoek te doen naar de liquiditeitsrisico's bij pensioenfondsen in uitzonderlijke situaties van stress op financiële markten.¹ Tevens heeft het FSC gesproken over leennormen op de woningmarkt en een verzoek vanuit de Eerste Kamer met betrekking tot de verslaglegging van het FSC.

Actuele ontwikkelingen en risico's financiële stabiliteit

Hoewel de Nederlandse economie al drie kwartalen licht krimpt, blijft de arbeidsmarkt krap en daalt de inflatie. Door de hogere rentes is het voor huishoudens, bedrijven en de overheid in Nederland duurder geworden om geld te lenen. Tegelijkertijd zijn huizenprijzen sinds de zomer van 2023 gestabiliseerd. Daarnaast blijft de arbeidsmarkt naar verwachting de komende jaren krap, waardoor de werkloosheid laag blijft. Deze aanhoudende krapte draagt bij aan hogere loongroei. Hoewel de inflatie recent gedaald is, zijn de krappere financiële condities noodzakelijk om de nog steeds hoge inflatie in lijn

¹ Dit onderzoek van DNB en AFM is uitgevoerd naar aanleiding van een aanbeveling van het FSC volgend uit de FSC-vergadering van 17 februari 2023 (<https://www.financieelstabiliteitscomite.nl/nieuws/fsc-roept-dnb-en-afm-op-om-potentiele-liquiditeitsrisico-s-bij-pensioenfondsen-op-te-volgen/>). Zie https://www.dnb.nl/media/vfadtdjx/77776-dnb-liquiditeitsrisico-s-derivatenportefeuilles-pensioenfondsen_web.pdf voor het rapport.

te brengen met de inflatiedoelstelling. De inflatieontwikkeling in 2024 is omgeven met onzekerheid en zal sterk afhangen van loongroei en (geo)politieke ontwikkelingen.

Als open economie is Nederland sterk afhankelijk van ontwikkelingen in het buitenland. Geopolitieke spanningen hebben daarmee rechtstreeks invloed op de Nederlandse economie. Zo kan economische fragmentatie leiden tot [verstoringen in productieketens](#) en de Nederlandse handels- en investeringspositie aantasten². Het FSC noemt in deze context ook cyber als belangrijk risico, vanwege het disruptieve karakter van cyberaanvallen op de samenleving en het financiële systeem. De recente cyberaanval op Australische havens is een concreet voorbeeld van economische verstoring door middel van een cyberaanval.

De snelle transitie naar hogere rentes verandert de risico's voor de financiële stabiliteit. Hogere rentes zijn in beginsel gunstig voor financiële instellingen, omdat deze gepaard kunnen gaan met hogere bancaire winsten en hogere dekkingsgraden bij pensioenfondsen. Daarnaast hebben beleggers door hogere rentes minder prikkel om in risicovollere activaklassen te beleggen en wordt de schuldopbouw afgeremd. De transitie naar hogere rentes kan echter ook eerder opgebouwde kwetsbaarheden blootleggen en daarmee risico's voor de financiële stabiliteit creëren.

Ten eerste is de transitie naar hogere rentes in beginsel negatief voor de schuldhoudbaarheid van bedrijven en overheden. Het FSC constateert dat herfinanciering van leningen - 56% van de totale Nederlandse bedrijfsschuld loopt binnen twee jaar af of krijgt te maken met een renteherziening - leidt tot hogere rentelasten, maar dat de effecten hiervan macro-economisch behapbaar zouden moeten zijn. Naast hogere rentelasten loopt de winstgevendheid van bedrijven terug door hogere lonen. Voor overheden zijn gezonde overheidsfinanciën van belang, zodat spanningen in obligatiemarkten, zoals in de

² Zie bijvoorbeeld DNB Analyse: <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/dnbulletin-2023/nederland-gevoelig-voor-verbrokken-van-internationale-handelssysteem/>

Britse gilts markt een jaar geleden, voorkomen worden. Het [advies van de Studiegroep Begrotingsruimte](#) vormt daarbij een belangrijk uitgangspunt.³ Gezonde overheidsfinanciën stellen de Nederlandse economie in staat om weerbaar te zijn bij (internationale) schokken. Daarnaast is consistent overheidsbeleid van belang voor private partijen om lange-termijn investeringen in Nederland te doen.

Ten tweede kunnen kredietrisico's voor financiële instellingen de komende tijd oplopen. Als de rentelasten van consumenten en bedrijven toenemen, kunnen meer klanten in betalingsproblemen komen. De huidige gegevens laten echter nog relatief weinig betalingsachterstanden zien. Hoewel banken winstgevender zijn door hogere netto rentebaten, dient rekening gehouden te worden met hogere financieringskosten en toenemende kredietrisico's.

Net als in andere landen, staat de Nederlandse markt voor commercieel vastgoed onder druk. Op dit moment zijn er (nog) geen problemen zichtbaar bij financiële instellingen die blootgesteld zijn aan commercieel vastgoed. Bij banken zijn nog geen signalen dat kredietrisico's materialiseren, maar dit kan veranderen als rentes voor lange tijd op een hoger niveau blijven. Positief daarbij is dat de risico's bij Nederlandse vastgoedbeleggingsfondsen beheerst lijken. Dit komt onder meer doordat de terugbetalingsfrequentie van deze fondsen is afgestemd op het illiquide karakter van de vastgoedbeleggingen. Hierdoor wordt het risico op zogenaamde *fire sales*, wat onrust zou kunnen veroorzaken op financiële markten, beperkt.

Liquiditeitsstresstest voor pensioenfondsen

Het FSC bespreekt een door DNB en de AFM uitgevoerd onderzoek naar liquiditeitsrisico's uit hoofde van derivatenportefeuilles van pensioenfondsen en betrokken uitvoerende vermogensbeheerders. Dit [onderzoek van DNB en AFM](#) is uitgevoerd op [aanbeveling van het FSC](#).

³ Zie <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/publicaties/2023/12/12/17e-studiegroep-begrotingsruimte>.

In het onderzoek hebben een aantal grote pensioenfondsen en betrokken pensioenuitvoeringsorganisaties (PUO's) in een liquiditeitsstresstest vier verschillende stressscenario's doorgerekend. Deze stressscenario's bevatten stevige rente- en valutaschokken alsmede beperkingen in de toegankelijkheid van de repomarkt. De repomarkt is een belangrijke bron om aan liquiditeit te komen voor financiële instellingen. De stress-scenario's verschillen in intensiteit om beter inzicht te verkrijgen in liquiditeitsrisico's onder uiteenlopende omstandigheden. Daarnaast zijn de stressscenario's van korte duur, waarbij de schokken zich in één of twee dagen voltrekken.

Uit het onderzoek blijkt dat de pensioenfondsen en PUO's in de stress scenario's in staat zijn om aan de margeverplichtingen uit hoofde van hun derivatenpositie te voldoen. Ze maken gebruik van diverse liquiditeitsbronnen zoals deposito's, repo's, onttrekkingen uit geldmarktfondsen, en de inzet van hoogwaardig schuld papier als onderpand in plaats van cash. In geen van de scenario's hoeft te worden overgegaan op massale verkoop van kortlopend schuld papier (of andere activa). Hierdoor is de kans op grote prijsschokken vanwege *fire sales* beperkt.

Het FSC benadrukt het belang van goede regelgeving voor geldmarktfondsen en het stabiel functioneren van de Europese repomarkt. FSC-leden zetten hier Europees en internationaal ook op in. Wanneer liquiditeitsschokken plaatsvinden, is het van belang dat geldmarktfondsen in staat zijn om aan de liquiditeitsvraag te voldoen. In maart 2020 werden geldmarktfondsen bijvoorbeeld geconfronteerd met een grote uitstroom, waardoor deze fondsen massaal stukken moesten verkopen. Deze periode van stress laat zien dat onttrekkingen uit geldmarktfondsen indirect markteffecten kunnen versterken en benadrukt het belang dat geldmarktfondsen liquide instrumenten aanhouden.

Voor repotransacties is onderpand van hoge kwaliteit noodzakelijk, met name staatsobligaties worden hiervoor gebruikt. De markt voor staatsobligaties in het eurogebied is groot en diep. Hierdoor is er veel onderpand beschikbaar dat voor repotransacties gebruikt kan worden. FSC-leden benadrukken het belang van het goed functioneren van deze repomarkt, ook in periodes van stress.

Het FSC bespreekt verder dat de liquiditeitsdruk zal toenemen door de afname van de mogelijkheid om margeverplichtingen in hoogwaardig schuldpapier te voldoen nu de vrijstelling voor verplichte centrale clearing van derivaten voor pensioenfondsen komt te vervallen. Wel zal dit geleidelijk gebeuren, omdat de centrale clearingverplichting alleen voor nieuwe transacties geldt.

Daartegenover staat dat het nieuwe pensioencontract mogelijk een neerwaartse druk op de liquiditeitsbehoefte geeft. De precieze impact is nog onduidelijk en zal sterk afhangen van de exacte renterisicoafdekking onder het nieuwe pensioencontract.

FSC-leden steunen de aanbevelingen die uit het onderzoek komen: (i) het blijven monitoren van de liquiditeitspositie van pensioenfondsen en het functioneren van geldmarkten, (ii) het versterken van het macroprudentieel raamwerk voor niet-bancaire financiële instellingen, zoals geldmarktfondsen, en (iii) het vertalen van de bevindingen in de bestaande DNB *good practices* over het liquiditeitsrisicomanagement van pensioenfondsen.

Leennormen op de woningmarkt

De Nederlandse woningmarkt wordt gekenmerkt door krapte, met een grotere vraag naar woningen dan het beschikbaar aanbod. De woningprijzen zijn sinds de zomer van 2023 gestabiliseerd. Het FSC bespreekt twee studies van het CPB ([studie 1](#), [studie 2](#))⁴ naar de effecten van de loan-to-income ratio op de woningmarkt. De studies laten zien dat strengere leennormen op hypotheek, zoals de LTI, welvaartseffecten hebben en de toegankelijkheid tot de koopwoningmarkt beperken. Het FSC ziet de beschikbaarheid van woningen, met name in het middenhuursegment, als belangrijk voor een goed functionerende woningmarkt.

⁴ Zie <https://www.cpb.nl/de-impact-van-leennormen-op-huurders-huizenbezitters-en-investeerders#:~:text=Het%20CPB%20heeft%20om%20de,niet%20per%20se%20beter%20af>, en <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Discussion-Paper-449-Mortgage-Debt-Limits-and-Buy-to-Let-Investors-A-Structural-Model-of-Housing.pdf>.

FSC-leden constateren dat de woningmarkt sinds de financiële crisis minder procyclisch is geworden. De genomen maatregelen ten aanzien van leennormen hebben eraan bijgedragen dat de woningmarkt een minder sterk procyclisch effect op de Nederlandse economie heeft. Zo is de consumptie van huishoudens stabiel geworden en hangt deze minder sterk samen met huizenprijzontwikkelingen en het inkomen. Het FSC stelt dat meer regelgeving de huizenmarkt niet per definitie stabiel maakt en dat er goed gekeken moet worden of regelgeving het gewenste effect heeft.

Het verruimen van leennormen zou ervoor kunnen zorgen dat meer huishoudens een woning kunnen kopen, maar ook dat woningprijzen verder stijgen. Voor starters werken stijgende huizenprijzen juist contraproductief. Daarnaast is consumentenbescherming van belang, vooral wanneer huishoudens vanwege bijvoorbeeld werkloosheid hun huis gedwongen moeten verkopen. Aangezien werkloosheid normaliter sterk samenhangt met de economische cyclus staan dan zowel inkomens als huizenprijzen onder druk, waardoor de kans op restschuld groter wordt. Meer woningbouw, het uitbreiden van het middenhuursegment en het verder afbouwen van de fiscale stimulering van koopwoningen zijn effectiever om de toegankelijkheid van de woningmarkt te vergroten.

Verzoek Eerste Kamerleden m.b.t. verslaglegging

In een brief van de Vaste Kamercommissie Financiën aan de minister van Financiën d.d. 13 oktober 2023 verzoeken leden van de Eerste Kamer om in het FSC-verslag meer concrete analyse en conclusies op te nemen, als ook in meer gedetailleerde (concrete) vorm aandacht- en zorgpunten te duiden, zonder daarbij over te gaan tot lijvige rapportages.

De FSC-leden erkennen het belang van een gedegen verslaglegging, zodat belanghebbenden goed geïnformeerd worden. Om deze reden zal het FSC extra aandacht aan de verslaglegging besteden en waar mogelijk onderliggende analyses delen. In dat licht verwijzen FSC-leden graag naar recente publicaties

van [DNB](#)⁵, de [AFM](#)⁶ en het [CPB](#)⁷ voor analyses en duiding van aandacht- en zorgpunten. Tot slot benadrukken FSC-leden dat DNB, AFM en CPB onafhankelijke organen zijn en dat deze onafhankelijkheid gewaarborgd dient te blijven.

Volgende vergadering

De volgende vergadering vindt plaats op vrijdag 15 maart 2024. De agenda wordt enkele weken voorafgaand aan de vergadering vastgesteld.

⁵ Overzicht Financiële Stabiliteit Najaar 2023, <https://www.dnb.nl/publicaties/publicaties-dnb/ofs/overzicht-financiele-stabiliteit-najaar-2023/>

⁶ Trendzicht 2024, <https://www.afm.nl/nl-nl/over-de-afm/verslaglegging/trendzicht>

⁷ Risicorapportage Financiële Markten 2023, <https://www.cpb.nl/risicorapportage-financiele-markten-2023>