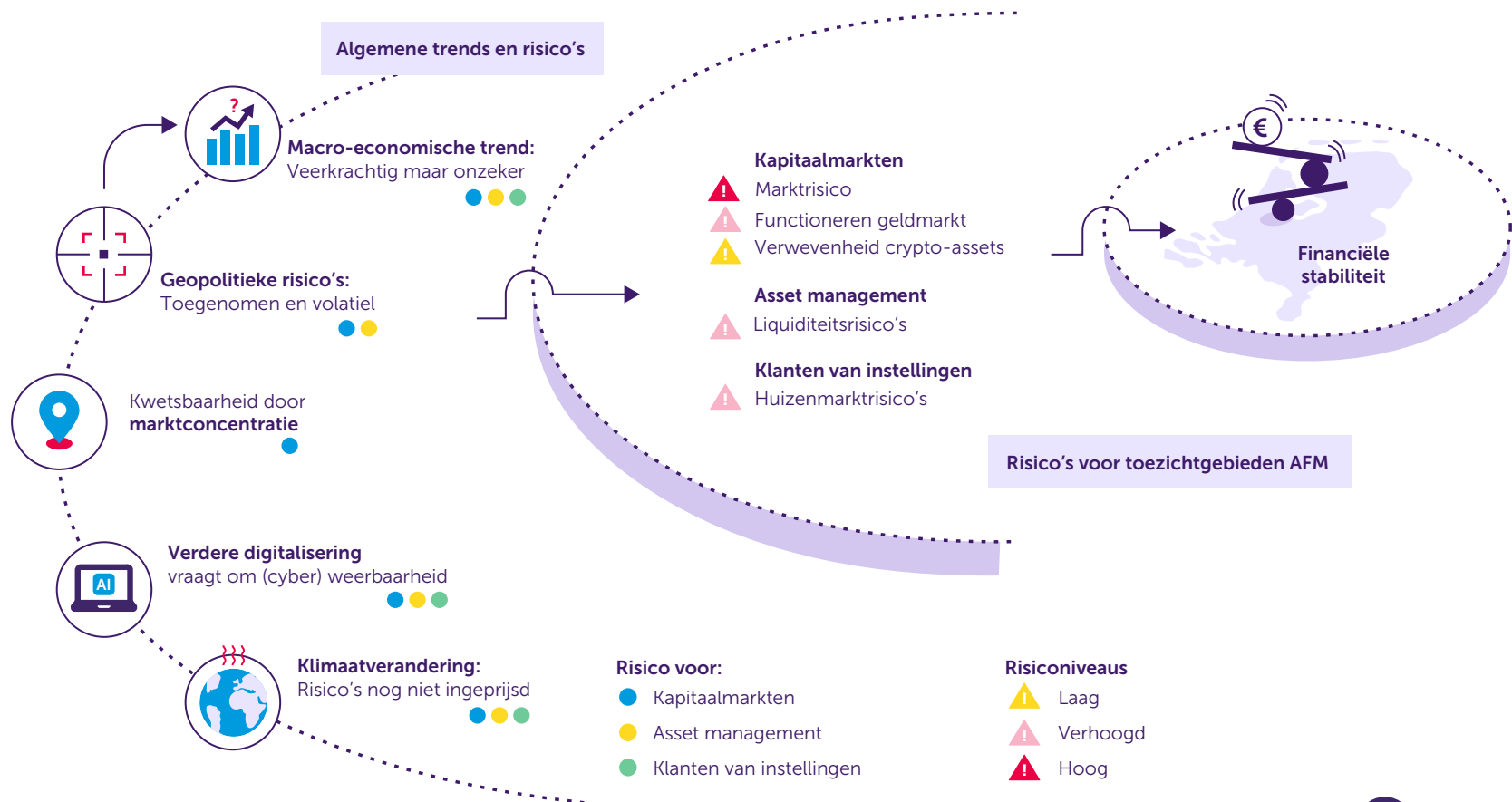


Rapportage Financiële Stabiliteit 2024

In het kort Sinds de vorige rapportage hebben onzekere vooruitzichten en monetaire verkrapping niet geleid tot grote onrust op financiële markten. Dit laat onverlet dat onderliggende trends en ontwikkelingen de rust op de financiële markten kunnen doen kantelen. Zo zijn er risico's vanuit de macro-economische omgeving, geopolitieke ontwikkelingen, verdere digitalisering, toenemende concentratie en klimaatverandering. Op de geld en kapitaalmarkt zijn er risico's vanuit hoge activawaarderingen, het functioneren van geldmarkten en toenemende verwevenheid van crypto activa. Voor de asset managementsector zijn er vooral liquiditeitsrisico's en het financiële stelsel blijft kwetsbaar vanwege relatief hoge huishoudschulden. Het is belangrijk dat financiële marktpartijen en huishoudens voorbereid en weerbaar zijn om onverwachte schokken op te kunnen vangen.



Inhoudsopgave

1. Inleiding en samenvatting	3
2. Algemene trends en risico's	5
2.1 Macro-economische ontwikkelingen	5
2.2 Geopolitiek	9
2.3 Concentratierisico's	10
2.4 Digitalisering (AI en cyberrisico's)	11
2.5 Klimaatverandering	12
3. Risico's en trends op de kapitaalmarkten	14
3.1 Algemene trends en ontwikkelingen	14
3.2 Functioneren geldmarkt	17
3.3 Verwevenheid crypto-assets	18
4. Risico's en trends asset managementsector	22
4.1 Algemene trends en ontwikkelingen	22
4.2 Liquiditeitsrisico Nederlandse beleggingsfondsen	24
4.3 Liquiditeitsrisicomanagement Nederlandse beheerders van beleggingsfondsen	26
5. Risico's voor klanten van financiële instellingen	29
5.1 Digitalisering van financiële dienstverlening en sociale media	29
5.2 Huizenmarkt	30

1. Inleiding en samenvatting

Sinds de vorige rapportage hebben onzekere economische vooruitzichten en monetaire verkrapping niet geleid tot grote onrust op financiële markten. De economie blijkt weerbaarder dan gedacht en ondanks de forse renteverhogingen door centrale banken wordt door de markt een relatief zachte landing van de economie voorzien. Bovendien blijft de arbeidsmarkt boven verwachting presteren en ligt de werkloosheid nog steeds op een historisch laag niveau. Ook de inflatie is sinds afgelopen rapportage significant gedaald, maar deze ligt nog wel boven de inflatiedoelstelling van 2%. Waar in de vorige rapportage nog veel werd verwezen naar momenten van onrust zoals Britse pensioenfondsen die acuut in de problemen kwamen, het faillissement van een van de grootste cryptobeurzen (FTX) en problemen bij banken (met name in de Verenigde Staten), bleven dergelijke grote events afgelopen periode uit.

Ook op belangrijke markten waar de AFM (primaire) toezichthouder is, zoals de kapitaalmarkt en de asset managementsector waren de ontwikkelingen relatief positief. Aandelen boekten wereldwijd een rendement van meer dan 10% sinds de vorige rapportage, waarbij met name halfgeleiderbedrijven grote winsten lieten zien. Ook obligaties zowel staatsobligaties als bedrijfsobligaties - stegen eind 2023 in waarde, wat voornamelijk te maken heeft met de vooruitzichten dat de centrale banken dit jaar de beleidsrentes zullen verlagen. De ontwikkeling van grondstofprijzen blijft - ondanks oplopende geopolitieke spanningen - redelijk stabiel. De positieve ontwikkelingen op de kapitaalmarkt werken ook door in de asset managementsector. Nederlandse beleggingsfondsen zagen dan ook een positieve rendementsontwikkeling. Tot slot is de totale huishoudschuld als percentage van het bbp - hoewel deze in internationaal perspectief nog steeds hoog is - verder afgenomen en zet deze dalende trend zich de komende jaren naar verwachting voort.

De relatief gunstige ontwikkelingen en vooruitzichten laten onverlet dat onderliggende trends en ontwikkelingen de rust op de financiële markten snel of op termijn kunnen doen kantelen. Op macro-economisch vlak blijft een aanhoudend hoge inflatie een risico voor het verder uitstellen van renteverlagingen. Dit kan mogelijk leiden tot significante afwaarderingen van activa omdat investeerders al een voorschot lijken te hebben genomen op renteverlagingen later dit jaar. Bovendien kunnen internationale spanningen leiden tot verdere geo-economische fragmentatie en kunnen cyberrisico's toenemen. Dit kan de financiële markten en haar infrastructuur raken wat - zeker gegeven toegenomen concentratie en afhankelijkheden - een risico kan vormen voor de financiële stabiliteit. Ook kent de verdere ontwikkeling en gebruik van kunstmatige intelligentie, klimaatverandering en de transitie naar een duurzame economie risico's voor de financiële sector.

Naast risico's van bovenstaande trends en ontwikkelingen - die impact kunnen hebben op de toezichtgebieden waar de AFM primair de toezichthouder is - is er ook een aantal specifieke risico's te benoemen per toezichtgebied. Op het gebied van de geld en kapitaalmarkt ziet de AFM voornamelijk risico's ten aanzien van van de repo-markt, concentratie (handel vindt vaak geconcentreerd plaats), toenemende verwevenheid van crypto activa en digitalisering (cyberrisico's en kunstmatige intelligentie). Ook neemt door mogelijke overwaarding het risico op - en de impact van - marktcorrecties toe. Voor de asset managementsector ziet de AFM met name liquiditeitsrisico's bij open-end beleggingsfondsen en bij partijen die veel gebruik maken van derivaten, zoals pensioenfondsen/pensioenuitvoerders. Hierbij geldt overigens dat het eventueel stilvallen van bijvoorbeeld de repomarkt of de handel in effecten (zoals aandelen en obligaties) de liquiditeitsrisico's verder kan aanjagen. Tot slot blijft het financiële stelsel kwetsbaar vanwege relatief hoge huishoudschulden wat mogelijk wordt versterkt als - nog niet ingeprijste - klimaatrisico's op de woningmarkt zich voordoen waardoor huishoudens verliezen moeten nemen.

Bovendien nemen risico's op de huizenmarkt ook toe als gevolg van terugkerende krapte op de woningmarkt.

Het is belangrijk dat financiële marktpartijen en huishoudens voorbereid en weerbaar zijn om eventuele schokken op te kunnen vangen; hier draagt de AFM aan bij. Niet alle (benoemde) risico's kunnen direct door de AFM worden geadresseerd. Bovendien kunnen er ook onvoorspelbare risico's ontstaan met een kleine kans en een hele grote impact ('black swan events'). Daarom is het belangrijk dat de AFM - op terreinen waar de AFM (primaire) toezichthouder is - eraan bijdraagt dat financiële marktpartijen en huishoudens voorbereid en weerbaar zijn om eventuele schokken op te vangen. Dit doet de AFM niet alleen middels het reguliere doorlopende toezicht, maar ook door analyses te publiceren, waarbij aandacht is voor de impact van trends en ontwikkelingen op marktpartijen en grote groepen klanten. Een aantal concrete voorbeelden sinds de vorige rapportage die bijdragen aan de weerbaarheid van huishoudens, marktpartijen en het systeem als geheel zijn: i) het - samen met DNB - in kaart brengen van AI-risico's¹ ii) het - samen met DNB - publiceren van voorstellen voor vervolgstappen om te komen tot passend beleid en een concurrerende Europese kapitaalmarkt² iii) oog voor de implementatie van DORA wat de digitale weerbaarheid van instellingen moet vergroten³ iv) middels uitvragen⁴ en analyses⁵ het belang van goed liquiditeitsrisicomanagement in de asset managementsector benadrukken en v) voorstellen om de beprijzing van klimaatrisico's op de woningmarkt te verbeteren⁶.

1 [De impact van AI op de financiële sector en het toezicht](#), DNB en AFM, april 2024.

2 [Next steps for the European Capital Markets Union](#), DNB en AFM, februari 2024. Ook andere landen hebben recent posities ingenomen op toekomst van de CMU.

3 [Digital Operational Resilience Act \(DORA\)](#) ([afm.nl](#))

4 [Sector letter availability liquidity management tools](#), AFM september 2023.

5 [Liquiditeitsrisico's derivaten pensioenfondsen onder verschillende stress scenario's](#), DNB en AFM, januari 2024.

6 [Inprijzen klimaatrisico's op de woningmarkt](#), AFM, november 2023.

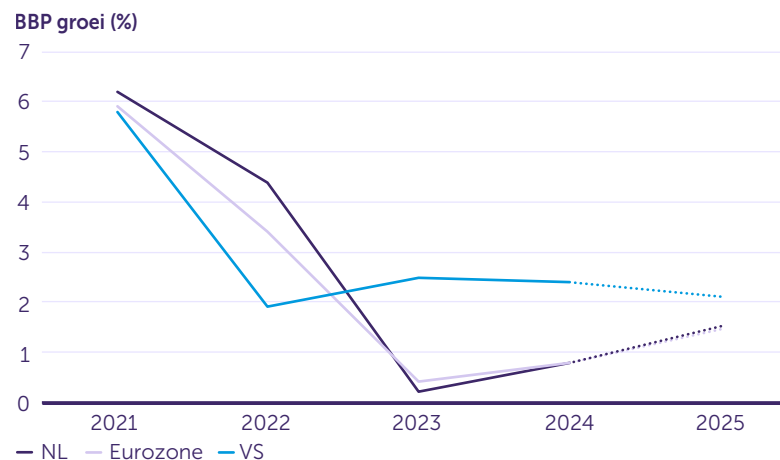
2. Algemene trends en risico's

De macro-economische ontwikkelingen zijn sinds de vorige rapportage relatief gunstig met een gematigde economische groei en een sterke arbeidsmarkt. De vooruitzichten zijn wel onzeker. Zo is de inflatie sterk gedaald, maar ligt deze nog wel boven de inflatiedoelstelling. Hierdoor is het onzeker wanneer de rente door centrale banken zal worden verlaagd. Bovendien is er een aantal trends en ontwikkelingen die ervoor kunnen zorgen dat stress op financiële markten terugkeert. Denk hierbij aan geopolitieke risico's, digitaliseringsrisico's (AI en cyberrisico's) en klimaatrisico's. Eventuele negatieve ontwikkelingen kunnen de voor de AFM relevante toezicht gebieden op meerdere manieren raken waarbij mogelijk ook bredere financiële stabiliteitsrisico's kunnen ontstaan.

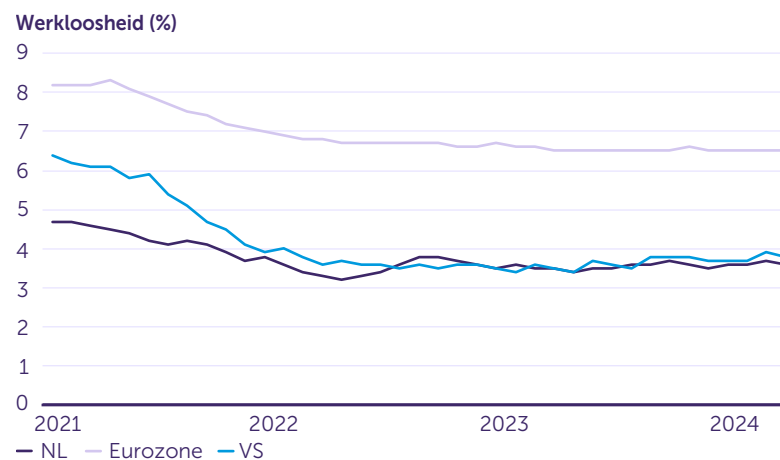
2.1 Macro-economische ontwikkelingen

De Amerikaanse economie blijft sinds het herstel van de Coronacrisis sterk presteren, terwijl de eurozone wat achter blijft (Figuur 1). De Amerikaanse economie groeide in 2023 met 2,5%, en de verwachting voor 2024 en 2025 van de Europese Commissie is een groei van respectievelijk 2,4% en 2,1%. Ook de arbeidsmarkt blijft boven verwachting presteren waardoor de werkloosheid onder de 4% (Figuur 2) blijft en de werkgelegenheid licht is toegenomen. In Europa is ook sprake van een solide arbeidsmarkt, maar blijft de economische groei wat achter. Waar in 2022 de groei in de eurozone nog 3,4% bedroeg, daalde deze naar 0,4% in 2023. Voor 2024 en 2025 wordt een groei van 0,8% en 1,4% verwacht. De economische ramingen zijn onzeker en risico's zijn met name neerwaarts, bijvoorbeeld door onzekerheid over geopolitieke ontwikkelingen (zie 2.2.).

Figuur 1: Relatief zachte landing van de economie (BBP-groei) in VS, eurozone en Nederland voorzien. Bron: Europese Commissie.



Figuur 2: Arbeidsmarkt houdt zich nog steeds erg goed, werkloosheid loopt iets op in Nederland en de VS. Bron: Eurostat.

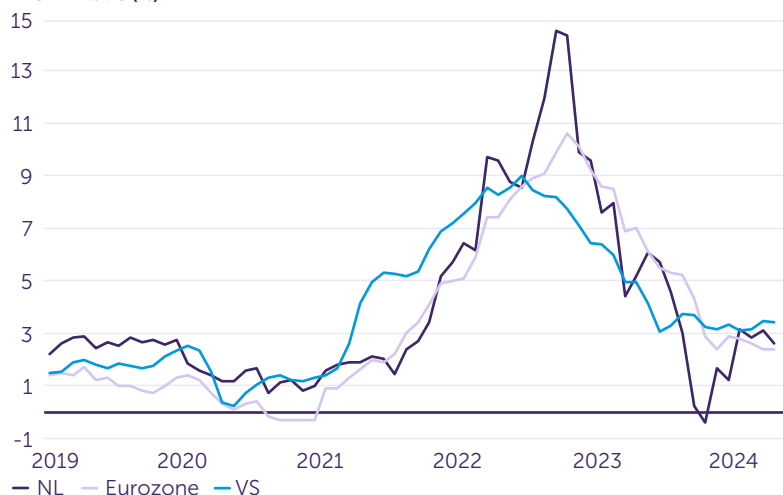


De inflatie is in de VS en de eurozone behoorlijk gedaald, maar deze blijft nog wel boven de inflatiedoelstelling (Figuur 3).

In de VS ligt de inflatie al sinds juni net boven de 3% en beweegt nog niet verder richting de inflatiedoelstelling van 2%. De ontwikkeling van de kerninflatie (inflatie gecorrigeerd voor energie en voedselprijzen) laat wel een dalend pad zien en daalde sinds juni 2023 van 4,8% naar 3,6% in april 2024, maar blijft daarmee nog steeds hoog (Figuur 4). In de eurozone daalde de inflatie van 5,5% in juni 2023 tot 2,4% in april 2024. De kerninflatie laat ook een duidelijk dalend pad zien en bedraagt in april 2024 2,7%. Een vertraagde doorwerking van de eerder doorgevoerde renteverhogingen zou de inflatie verder kunnen doen dalen. Aan de andere kant zijn er ook opwaartse risico's t.a.v. de inflatie. Zo blijft de arbeidsmarkt krap wat kan leiden tot een verdere stijging van de lonen en zijn er risico's voor hogere grondstofprijzen, mede als gevolg van geopolitieke risico's.

Figuur 3: Daling van de inflatie in Nederland, eurozone en VS vlakt af, ligt nog boven de 2% referentiewaarde. Bron: Macrobond.

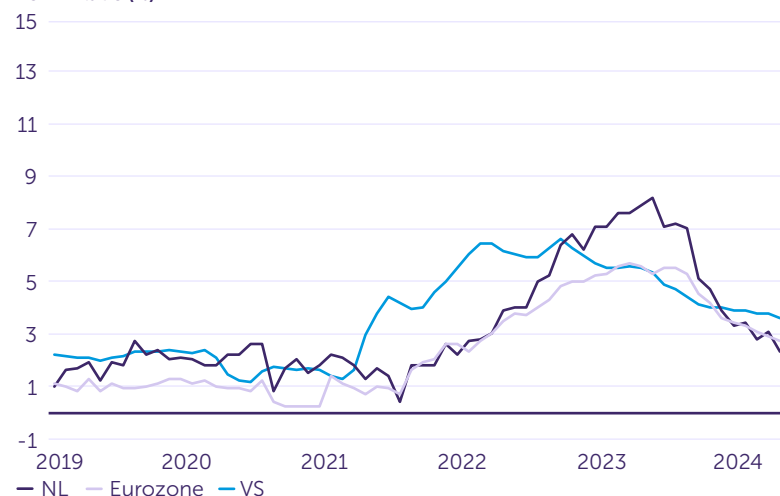
HICP inflatie (%)



⁷ De cut-off date voor het meenemen van relevante informatie was 24 mei 2024.

Figuur 4: Kerninflatiecijfers in Nederland, eurozone en VS op een dalend pad, maar ligt ook nog boven de 2%. Bron: Macrobond.

Kerninflatie (%)

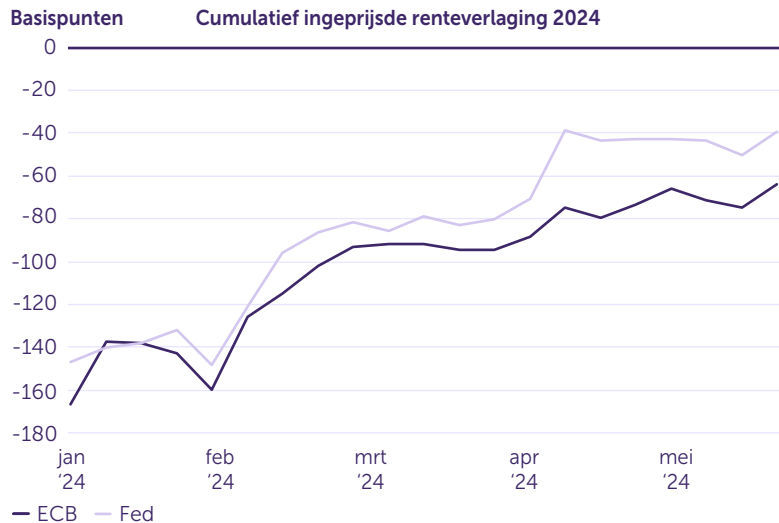


De macro-economische ontwikkelingen hebben tot nu toe renteverlagingen uitgesteld.

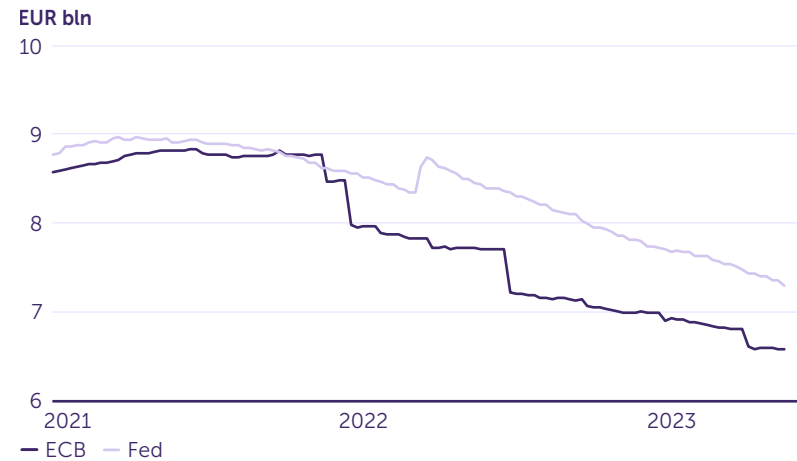
Waar de markt aan het begin van het jaar de eerste renteverlaging al in april had ingeprijsd hebben de Europese Centrale Bank en de Fed nog geen renteverlaging doorgevoerd.⁷ De verwachte cumulatieve renteverlaging voor 2024 lag in mei dan ook een stuk lager dan in januari (Figuur 5). Met name in de VS lijkt de Fed terughoudend met renteverlagingen door de hoger dan verwachtte kerninflatie, solide economische groei en sterke arbeidsmarkt. Door de verschillende macro-economische ontwikkelingen in de VS en de eurozone kan de timing van renteverlagingen tussen de VS en de EU uit elkaar gaan lopen. Een sterk afwijkend pad met de VS kan impact hebben op het monetaire beleid van de ECB. Als de ECB de rente sneller verlaagd dan de Fed kan dit leiden tot een sterkere dollar t.o.v. de euro. Dit zou de inflatie in de eurozone opwaarts kunnen beïnvloeden. Tot slot zijn centrale banken doorgestaan met de gestage afbouw van de balans (Figuur 6). Dit zorgt ervoor dat de vraag naar overheids- en bedrijfsobligaties verder afneemt en de prijs van deze activa kan dalen. Tegelijkertijd

zal de middellange en lange termijnrente op obligaties daardoor stijgen, waardoor de balansafbouw bijdraagt aan een verkrappend monetair beleid.

Figuur 5: De markt prijst een stuk minder renteverlagingen in t.o.v. het begin van het jaar. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. Bloomberg data.

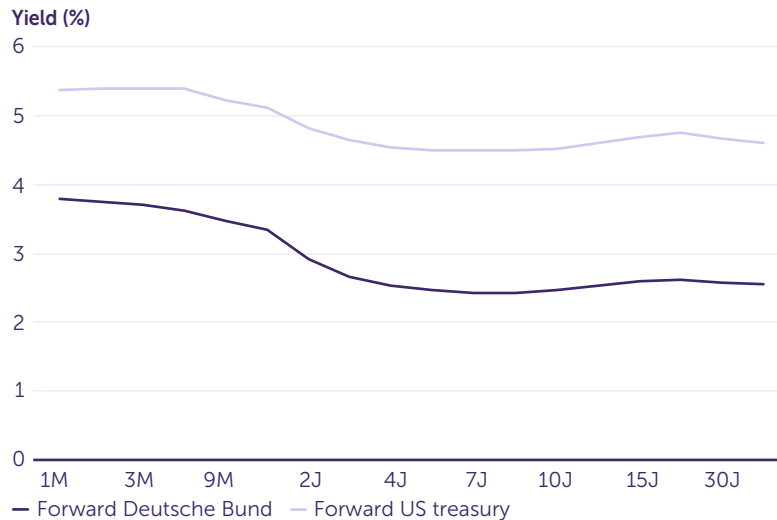


Figuur 6: Balansafbouw door ECB en Fed zet gestaag door. Bron: FRED.

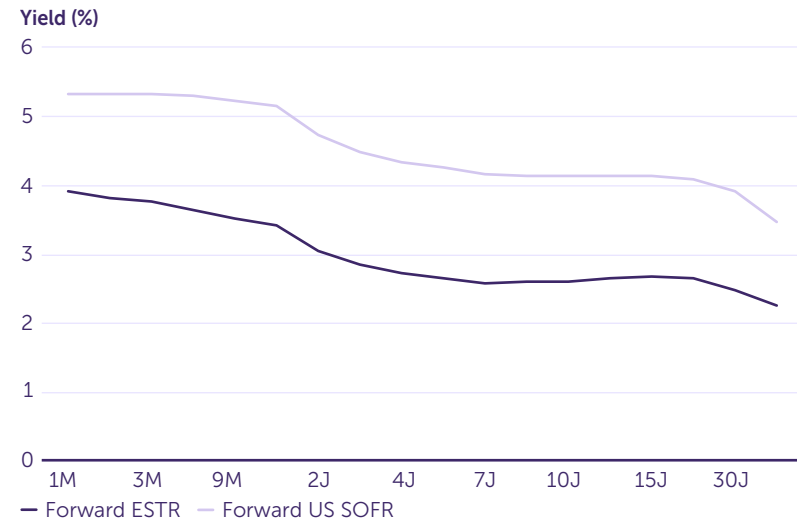


Hoewel de verwachting is dat centrale banken de rente zullen verlagen, blijft deze volgens de markt lange tijd hoger liggen dan de dichtbij 0 rentes van vóór de Coronacrisis. Om in te schatten wat de rente op lange termijn zal zijn, wordt vaak gebruik gemaakt van de neutrale rente. Dit is een schatting van de rente waarbij de economie niet wordt gestimuleerd of afgeremd. Sinds de Coronacrisis is het de vraag of deze neutrale rente mogelijk hoger is komen te liggen. Een veel gehoord argument hiervoor is de trend van de-globalisering waardoor een jarenlange deflatoire druk door goedkope import vanuit vooral China vermindert. De neutrale rente kan niet worden geobserveerd, maar is gebaseerd op een analyse van structurele factoren die de rente beïnvloeden. Wat wel direct kan worden geobserveerd is de inschatting van de markt over de toekomstige ontwikkeling van de rente. Bijvoorbeeld door te kijken naar de futures en forward markt. Marktverwachtingen laten zowel in de VS als in de eurozone zien dat de rente nog lange tijd hoger zal liggen dan de rente van vóór de Coronacrisis (Figuur 7 & 8). Vóór de Coronacrisis lag de Duitse langetermijnrente bijvoorbeeld dichtbij 0%. Volgens de markt blijft deze op lange termijn boven de 2%. Ook risicovrije (benchmark)rentes (ESTR en SOFR) blijven op lange termijn boven de 2%

Figuur 7: Markt verwacht zowel in Europa als in de VS op langere termijn een hogere rente dan voor de Coronacrisis. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. Bloomberg data.

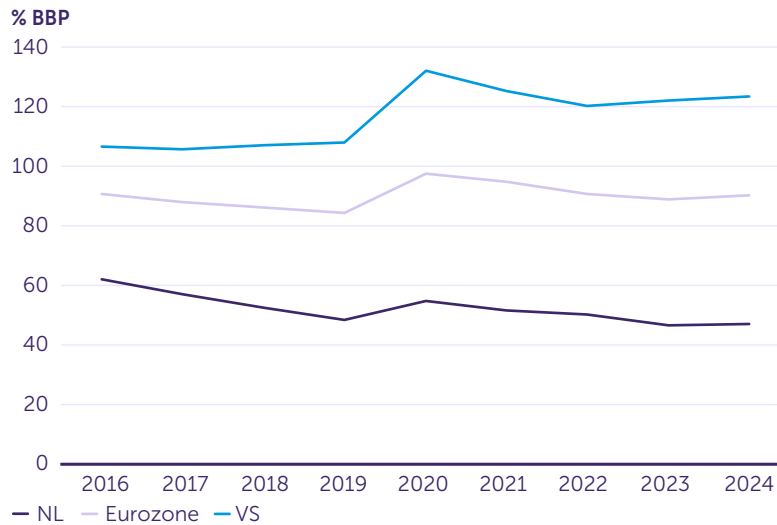


Figuur 8: Markt verwacht zowel in Europa als in de VS op langere termijn een hogere rente dan voor de Coronacrisis. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. Bloomberg data.



De ontwikkeling van de middellange- en lange termijn rente is ook van belang in het licht van opgelopen overheidsschulden in de VS en de EU (Figuur 9) en de vergrijzende bevolking. Op langere termijn kunnen schuldsituaties van overheden door de gestegen rente en de vergrijzende bevolking potentieel een risico vormen voor de stabiliteit. Zo is er in de VS en een aantal Europese landen sprake van relatief hoge overheidsschulden. Bij een hogere rente en stijgende overheidsuitgaven als gevolg van een vergrijzende bevolking kan het risico ontstaan dat deze landen hun financieringslasten niet meer kunnen dragen. Een dergelijke ontwikkeling zal direct een negatieve impact hebben op de Europese macro-economische omgeving en doorwerken op de financiële markten. Vooralsnog heeft dit risico zich niet scherp laten voelen. Zo is bijvoorbeeld de spread tussen Duitse en Italiaanse staatsobligaties – een indicator voor een mogelijke Europese schuldencrisis - sinds de vorige rapportage gedaald en bedraagt nu ongeveer 150 basispunten.

Figuur 9: Overheidsschuld (%BBP) in VS en eurozone relatief hoog.
Bron: Europese Commissie en OESO.

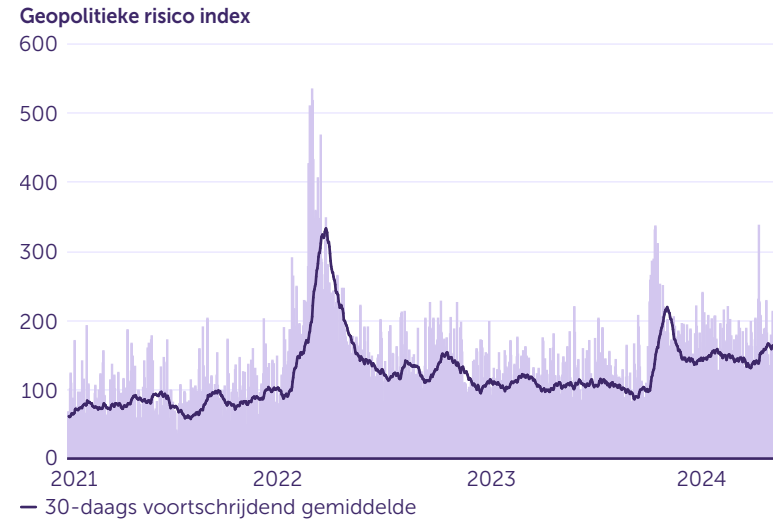


2.2 Geopolitiek

Verdere escalatie van internationale conflicten kan impact hebben op de macro-economische ontwikkelingen en de financiële stabiliteit. Met de oorlog in Oekraïne en de oorlog in de Gazastrook heerst er momenteel veel onrust in de wereld (Figuur 10). Er bestaat een risico dat de oorlog van Rusland in Oekraïne of andere regionale conflicten verder escaleren. Het meest directe kanaal van dergelijke escalatie lijkt met name te lopen via stijgende energie- en grondstofprijzen, waarbij de volatiliteit behoorlijk kan gaan toenemen. Stijgende energiekosten kunnen vervolgens weer (negatief) doorwerken in de reële economie via hogere kosten voor bedrijven en lagere koopkracht voor consumenten. Bovendien kunnen eventueel opgelegde sancties leiden tot een vermindering van handelsstromen wat eveneens druk zet op de economische groei. Verder kunnen toenemende geopolitieke spanningen leiden tot een toename in cyberrisico's (zie ook 2.5). Ook nationale politieke ontwikkelingen kunnen in 2024 de geopolitieke risico's beïnvloeden. Zo zijn er in verschillende grote landen verkiezin-

gen. De opstelling van landen in de huidige geopolitieke omgeving kan veranderen, wat mogelijk kan leiden tot toenemende geopolitieke en economische fragmentatie (zie volgende paragraaf).

Figuur 10: Geopolitieke risico's zijn relatief volatiel en toegenomen.
Bron: Macrobond.



Geopolitieke spanningen en economische schokken zoals Covid 19 hebben het debat over strategische autonomie van de Europese Unie aangezwengeld. De afgelopen jaren hebben onder andere de Coronacrisis en de oorlog in Oekraïne het belang van controle over toeleveringsketens en energievoorziening in de Europese Unie pijnlijk blootgelegd. Deze gebeurtenissen hebben het Europese debat over strategische autonomie in een nieuwe fase gebracht. Waar strategische autonomie in eerste instantie met name ging over veiligheid en defensie, veranderde dit met de groei van Chinese invloed, Brexit, het mogelijk aanstaande Amerikaanse presidentschap van Trump en de oorlog in Oekraïne in een breder debat over het verdedigen van Europese belangen in een gespannen geopolitieke omgeving.

Onder druk van geopolitieke fragmentatie verschuift de balans van globaal en gezamenlijk efficiënt handelen naar (regionale) zelfredzaamheid. De wens om mondiaal afhankelijkheden te verminderen – wat strategische autonomie is – is daarom een logisch gevolg, maar versterkt tevens de geopolitieke fragmentatie. De verschillende gebieden waarop naar autonomie wordt gestreefd hangen economisch en politiek met elkaar samen. Denk bijvoorbeeld aan Amerikaanse economische sancties richting Rusland en China waar ook de Europese Unie zich aan heeft te houden. Of het ontwikkelen van een Europese defensie-industrie waar een aantal lidstaten van de Europese Unie meer van profiteert dan andere.

Strategische autonomie ziet voor de Europese kapitaalmarkten met name toe op het vergroten van weerbaarheid door ongewenste strategische afhankelijkheden van niet-Europese landen te verkleinen.

Hier staan kosten tegenover die mogelijk de efficiëntie van een open Europese economie kunnen beperken. Belangrijke vraagstukken rondom strategische autonomie (op welke vlakken willen we autonoom zijn, hoe bereiken we dat en tegen welke kosten?) hangen voor de financiële sector samen met de politieke wens voor een sterke geïntegreerde Europese kapitaalmarktunie.

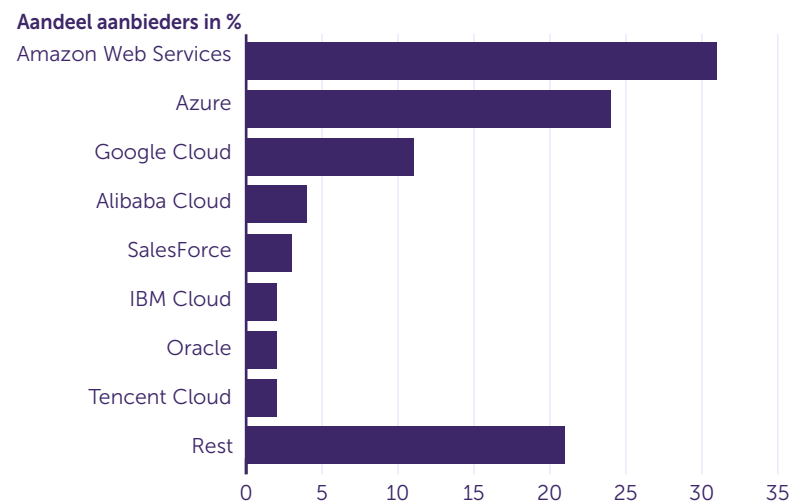
2.3 Concentratierisico's

Financiële instellingen zijn op zoek naar lagere kosten en efficiëntie; bij inkoop en uitbesteding is sprake van marktconcentratie in bepaalde segmenten binnen en buiten de financiële sector. Voor een aantal diensten waar financiële instellingen gebruik van maken geldt dat deze duur zijn om zelf te ontwikkelen, of niet direct tot hun kernactiviteiten behoren. Door gebruik te maken van diensten van derde partijen kunnen kosten worden bespaard, kan de aandacht volledig worden gericht op de kernactiviteiten of kan de operationele complexiteit worden verminderd. Dit kan er echter wel toe leiden dat veel financiële instellingen gebruik maken van dezelfde derde partijen. Denk aan de afhankelijkheid van een beperkt aantal 'cloudleveranciers' (Figuur 11) of beschikbare generatieve AI-toepassingen (zie 2.4 digitalisering). Voor financiële infrastructuur geldt vooral dat liquiditeit belangrijk is waardoor handel zich vaak concentreert op één plek. Een goed voorbeeld

hiervan is de concentratie van derivatenclearing wat kostenvoordelen met zich meebrengt als clearing op dezelfde plek plaatsvindt. Zo vindt ongeveer 90% van de euro-gedeneerde rentederivaten handel en clearing plaats in het VK.

Figuur 11: Er is sprake van sterke concentratie van 'cloudleveranciers'.

Bron: Synergy Research Group.



Een grote mate van markconcentratie in de financiële sector kan risico's vormen voor de financiële stabiliteit, zeker als Europese financiële instellingen onvoldoende weerbaar zijn wanneer diensten of infrastructuur (tijdelijk) niet beschikbaar zijn. Wanneer veel financiële instellingen voor hun dienstverlening of handel afhankelijk zijn van één of een beperkt aantal derde partijen, dan kan dit uiteindelijk ook leiden tot risico's t.a.v. de financiële stabiliteit als één of meerdere van deze partijen in de problemen komt. Als het hierbij bovendien gaat om partijen uit derde landen is het moeilijker om deze risico's met Europese wet- en regelgeving te beperken of middels toezicht te adresseren. Dit betekent niet direct dat de EU zelf volledig autonoom zou moeten zijn door alle diensten en infrastructuur naar de EU te laten verplaatsen. Het betekent wel dat financiële en Europese instellingen scherp moeten hebben welke instrumenten zij tot hun beschikking

hebben, of zouden moeten hebben, als een disruptie in de beschikbaarheid van bepaalde diensten of infrastructuur zich voordoet.

De herziening van de European Market Infrastructure Regulation (EMIR) is een voorbeeld waarbij een balans is gezocht tussen het behoud van marktefficiëntie en het verbeteren van de weerbaarheid als gevolg van een concentratierisico.

De herziene EMIR past de regels t.a.v. clearing op een aantal punten aan, mede uit oogpunt van de grote afhankelijkheid van de clearing in het VK. Naast het aantrekkelijker maken van clearing in de EU, moeten Europese financiële instellingen die deze derivaten gebruiken een operationele 'active account' bij een Europese Centrale tegenpartij (CCP) aanhouden. Dit zorgt ervoor dat zodra de clearing in het VK wegvalt, Europese marktpartijen snel over kunnen schakelen op het clearen van deze derivaten op een ander (Europees) platform.

2.4 Digitalisering (AI en cyberrisico's)

Toenemende digitalisering in de financiële sector, waaronder het gebruik van kunstmatige intelligentie (AI), brengt voordelen maar gaat ook gepaard met risico's.⁸ Financiële instellingen maken in toenemende mate gebruik van AI. Hoewel AI al jaren wordt toegepast in de financiële sector zorgt met name de opkomst van generatieve AI, waarbij nieuwe inhoud kan worden gecreëerd, voor een nieuwe fase in de evolutie van AI. Door het gebruik van AI kunnen financiële instellingen onder andere de kosten drukken, de inkomsten verhogen en de dienstverlening verbeteren. Tegelijkertijd is het gebruik van AI niet zonder risico's, bijvoorbeeld op het gebied van privacy, de uitlegbaarheid van uitkomsten, een onjuiste inschatting van risico's of de totstandkoming van maatschappelijk ongewenste uitkomsten.

Risico's door het gebruik van AI die meerdere financiële instellingen tegelijk raken, kunnen leiden tot risico's voor het financiële stelsel als geheel.

Zo kan het gebruik van AI door de toegenomen homogeniteit op de kapitaalmarkten leiden tot een versterking van boom-bust cycli en eventuele stress in de markt versterken (onder andere door de toegenomen snelheid als gevolg van het gebruik van AI). Door de toegenomen complexiteit van AI en de onderlinge interactie tussen verschillende vormen van AI ontstaat bovendien het risico dat bestaande regels worden omzeild of gemanipuleerd.⁹ De Europese AI-verordening zal meer aangrijpingspunten gaan bieden om de in potentie grote impact van AI op de financiële dienstverlening aan burgers en bedrijven in goede banen te leiden.

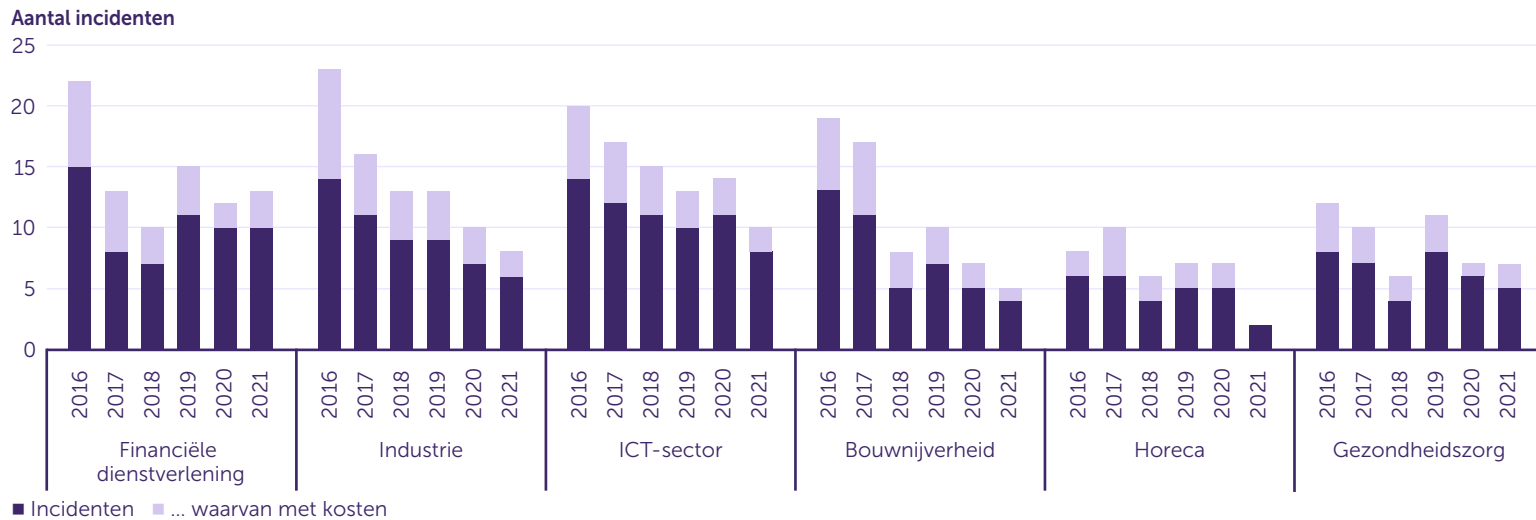
De toenemende digitalisering maakt de financiële sector ook vatbaar voor cyberrisico's.

Door de toenemende afhankelijkheid van IT-systemen kunnen cyberrisico's grote gevolgen hebben voor de financiële sector. Cijfers van de CBS-cybersecuritymonitor laten zien dat grote bedrijven (>250 werknemers) en bedrijven uit de financiële dienstverlening het vaakst slachtoffer zijn van cyberaanvallen (Figuur 12). Grootschalige cyberrisico's kunnen de financiële stabiliteit bedreigen, bijvoorbeeld doordat essentiële onderdelen van het financiële systeem, zoals het betalingssysteem of handelsinfrastructuur (platformen, clearing etc.), platgelegd worden. Dit kan grote financiële en economische gevolgen hebben en raakt zowel consumenten als financiële instellingen. Daarnaast kan een grote cyberaanval het vertrouwen in het financiële stelsel op het spel zetten. Op die manier kan een cyberevent versterkt worden door bijvoorbeeld runs op banken of bij beleggingsfondsen.

⁸ Zie bijvoorbeeld 'De impact van AI op de financiële sector en het toezicht', DNB en AFM, april 2024.

⁹ Zie bijvoorbeeld: [Algoritmische collusie op kapitaalmarkten](#), AFM 2023.

Figuur 12: Bedrijven uit de financiële dienstverlening zijn het vaakst slachtoffer van cyberaanvallen. Bron: CBS.



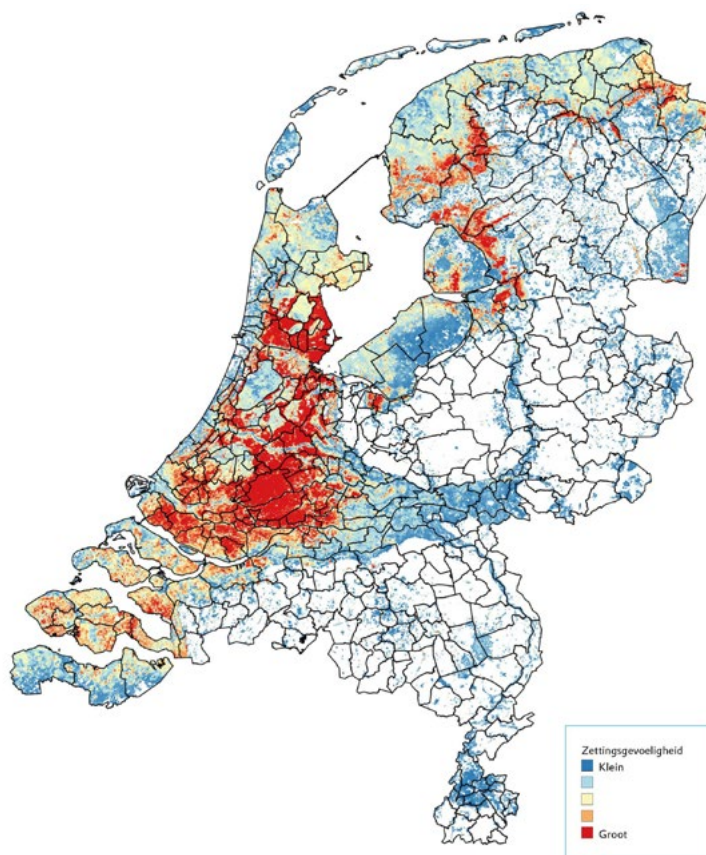
De 'Digital Operational Resilience Act' (DORA) moet ervoor zorgen dat financiële organisaties weerbaarder worden tegen cyberdreigingen. Sinds januari 2023 is de DORA van kracht. Deze Europese verordening moet ervoor zorgen dat financiële organisaties hun IT-risico's beter gaan beheersen en daarmee weerbaarder worden tegen cyberdreigingen. Ondernemingen hebben tot december 2024 de tijd om aan de regelgeving te voldoen. Vanaf januari 2025 moeten de regels geïmplementeerd zijn in iedere organisatie. Door middel van het uitbrengen van DORA-updates pakt de AFM een actieve rol om ondernemingen te ondersteunen in de voorbereidingen op DORA.¹⁰

¹⁰ [Digital Operational Resilience Act \(DORA\) \(afm.nl\)](#)

2.5 Klimaatverandering

Klimaatverandering en de transitie naar een duurzame economie herbergen risico's voor de financiële sector. Door de opwarming van de aarde nemen fysieke risico's, zoals overstromingen en bosbranden, in bepaalde regio's toe. Omdat Nederland voor een groot deel onder water ligt, zijn overstromingsrisico's door rivieren en andere waterwegen (circa de helft) en een stijgende zeespiegel relevant. Ook draagt klimaatverandering bij aan funderingsproblematiek, wat kan leiden tot schadelijke financiële gevolgen voor (potentiële) woningkopers en -eigenaren (Figuur 13). Daarnaast bestaan er transitierisico's, bijvoorbeeld als gevolg van maatregelen gericht om de klimaatrisico's te mitigeren. De fysieke klimaat en transitierisico's kunnen op verschillende manieren de financiële stabiliteit raken. Allereerst werken de klimaatrisico's door op de macro-economische omgeving. Economische groei kan negatief worden beïnvloed, werkloosheid kan hoger uitvallen, huizenprijzen kunnen dalen en er kan opwaartse druk ontstaan op de langetermijnrente. De macro-economische ontwikkeling en bijbehorende onzekerheid werkt vervolgens door op de financiële sector.

Figuur 13: De klimaatverandering draagt bij aan funderingsproblematiek, wat kan leiden tot schadelijke financiële gevolgen voor (potentiële) woningkopers en -eigenaren. Bron: Kennis Centrum Aanpak Funderingsproblematiek (KCAF).



Voor de AFM zijn vooral de gevolgen van klimaatrisico's op de kapitaalmarkt, de asset managementsector en huishoudens relevant.

(Internationale) studies¹¹ laten zien dat financiële markten de risico's van klimaatverandering nog niet of onvoldoende inprijzen. Vooral de fysieke klimaatrisico's worden niet ingeprijsd en transitierisico's slechts gedeeltelijk. Mochten deze risico's materialiseren, dan kan dit een verhoogde volatiliteit op de financiële markten tot gevolg hebben. Activa kunnen dan onverwacht fors in waarde dalen, operationele risico's nemen toe en liquiditeit in (deel) markten kan opdrogen. Met name op de vastgoedmarkt lijkt het risico op onvoldoende inprijzing van klimaatrisico's al een rol te spelen. Dit geldt zowel voor de markt voor commercieel vastgoed als voor de huizenmarkt (zie ook paragraaf 5.2 huizenmarkt).

11 Zie bijvoorbeeld: [De inprijzing van klimaatrisico's op financiële markten](#), DNB 2022 en [Inprijzen klimaatrisico's op de woningmarkt](#), AFM november 2024.

3. Risico's en trends op de kapitaalmarkten

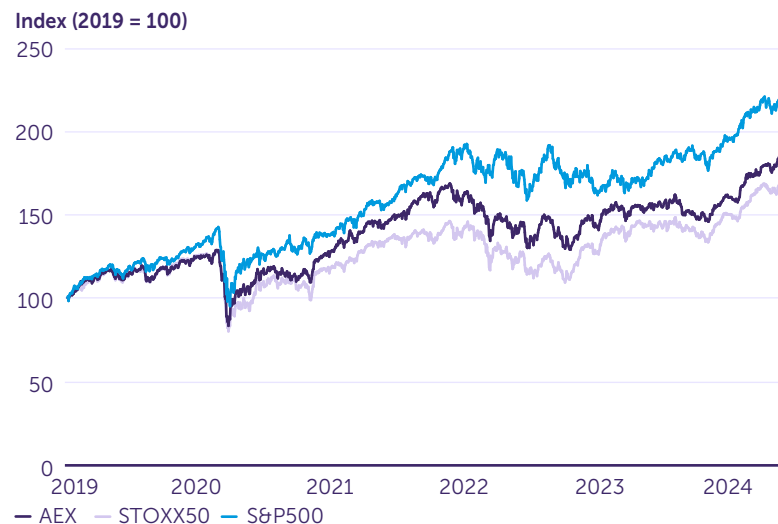
Op kapitaalmarkten blijven beleggers onvermoeid positief over de toekomst. Aandelenwaarderingen zijn momenteel relatief hoog. Dat komt omdat beleggers hoge verwachtingen hebben over het toekomstige verdienpotentieel van bedrijven, vooral gedreven door AI. Daarnaast houdt de markt rekening met meerdere renteverlagingen en een zachte landing van de Amerikaanse economie. Door optimisme van beleggers ligt overwaardering op de loer, met name in de VS en Nederland. Hierdoor neemt de kans op – en de impact van – marktcorrecties toe. De geldmarkt heeft in 2023 goed gefunctioneerd en stress op de repomarkt tijdens jaareinde is uitgebleven. Dit komt met name doordat marktpartijen voorgesorteerd hebben op de opdroging van de repomarkt tijdens jaareinde door repo-transacties voor een iets langere looptijd aan te gaan. Tot slot is de cryptomarkt verder in omvang toegenomen. De cryptomarkt is echter nog relatief beperkt in omvang ten opzichte van de financiële sector en crypto's zijn voornameerling onderling verweven waardoor er niet direct risico's lijken te zijn voor de financiële stabiliteit.

3.1 Algemene trends en ontwikkelingen

Aandelenkoersen zijn sinds de vorige financiële stabiliteitsrapportage fors blijven stijgen en staan nu op recordhoogtes (Figuur 14). Sinds 30 juni 2023 is de Stoxx 50, bestaande uit de 50 grootste bedrijven in de eurozone, met 14,7% gestegen. De Amsterdamse hoofdgraadmeter (AEX) en Amerikaanse aandelen (S&P) laten eenzelfde positief beeld zien met een stijging van respectievelijk 17,8% en 20,1% sinds juni 2023. Sinds 7 december 2023 staat de S&P500 op recordhoogte. Op 2 februari bereikte de AEX een nieuw hoogtepunt van 822,53 punten, en sindsdien is de index verder gestegen tot 914,95 punten op 20 mei. Ook de Stoxx 50 staat nog maar net iets onder haar hoogste niveau in 2000. Koersen zijn met name gestegen omdat beleggers hoge verwachtingen hebben van AI-gedreven groei. Daarnaast houden beleggers rekening met een zachte landing van de Amerikaanse economie en verwachten ze dat centrale banken hun beleidsrente

in de nabije toekomst zullen gaan verlagen.

Figuur 14: Beurzen zijn wereldwijd fors gestegen. Bron: Macrobond



De hooggespannen AI-verwachtingen uiten zich het meest in de waarderingen van technologiebedrijven. Beleggers zijn bereid veel te betalen voor bedrijven die goed gepositioneerd zijn om te profiteren van AI. De Magnificent seven (mag7) – bestaande uit Google, Meta, Amazon, Apple, Nvidia, Microsoft en Tesla – handelen tegen een forse premium ten opzichte van de rest van de Amerikaanse bedrijven. Ook Nederlandse, veelal technologie gedreven bedrijven zijn in trek bij beleggers. Sinds juni vorig jaar steeg het aandeel ASML met meer dan 30%, Besi met bijna 40% en ASMI staat zelfs 70% hoger. Deze drie zogeheten 'chippers' (i.e. halfgeleiderbedrijven) zijn goed voor ca. 30% van de totale marktkapitalisatie van alle 25 bedrijven in de AEX, welke dus sterk naar de technologiesector is gewogen. Het is de vraag of AI aan de hooggespannen verwachtingen kan voldoen.

Als AI niet leidt tot de gehoopte productiviteitswinst, dan slaat het sentiment van beleggers mogelijk om.

Door optimisme van beleggers ligt overwaardering op de loer, met name in de VS en Nederland. Door toegenomen waarderingen liggen price-earnings (P/E) ratio's nu boven hun langjarige gemiddeldes. Beleggers zijn bereid steeds meer te betalen voor één euro winst. Als wordt gekeken naar de cyclische aangepaste P/E ratio's (CAPE¹²), dan liggen deze nu in de VS en Nederland dicht bij de niveaus van de dot.com bubbel in 2000 (Figuur 15). Macro-economische ontwikkelingen kunnen een verklaring vormen voor de hogere waarderingen maar er bestaat ook een risico dat aandelen zijn overgewaardeerd. Door overwaardering neemt de kans op – en de impact van – marktcorrecties toe. Indien marktcorrecties leiden tot significante en abrupte markt-bewegingen kan de ordentelijke werking van de markt en de financiële stabiliteit in het geding komen. Dit risico is momenteel het grootst voor Nederlandse en Amerikaanse aandelen. In de VS zijn beleggers nu bereid om meer dan 33 dollar te betalen voor één dollar jaarlijkse winst. In Nederland is dit momenteel zelfs 35,9 keer de jaarwinst. Amerikaanse aandelen hebben traditioneel een hogere P/E ratio dan de rest van de wereld, onder andere doordat de Amerikaanse economie minder afhankelijk is van bijvoorbeeld olie- of gasimport uit het buitenland. Door de forse stijging van technologie-aandelen zijn Nederlandse aandelen nu relatief duurder dan Amerikaanse aandelen.

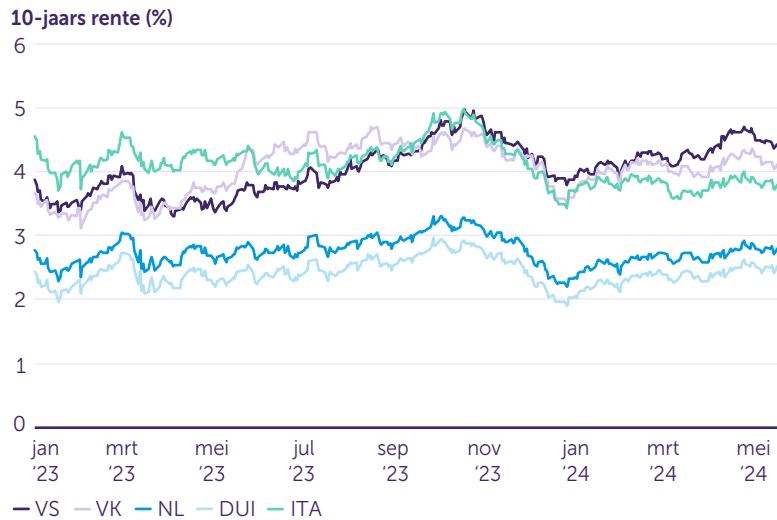
12 De CAPE, ook wel bekend als de Shiller PE-ratio, is een maatstaf voor de waardering van de aandelenmarkt die de huidige aandelenkoers vergelijkt met de gemiddelde winst over een periode van tien jaar, gecorrigeerd voor inflatie. Een hoge CAPE suggereert overwaardering en lagere toekomstige beursrendementen, terwijl een lage CAPE kan wijzen op onderwaardering en hogere toekomstige rendementen.

Figuur 15: De cyclische aangepaste P/E (CAPE) ratio ligt dicht bij de piek van de dot.com bubbel in 2000. Bron: Barclays.

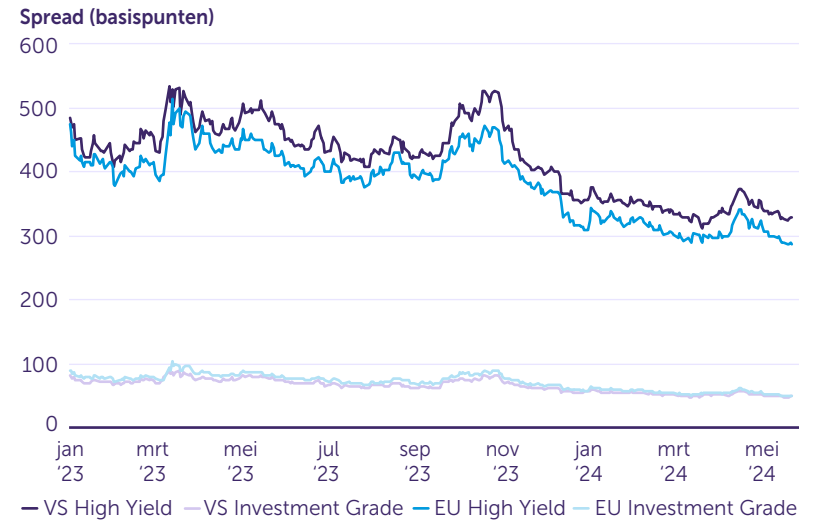


Hoewel traditioneel stabielere obligatiemarkten vorig jaar volatiel waren, is de rust nu wedergekeerd. Kapitaalmarktrentes dalen sinds september 2023 (Figuur 16). Destijds lag het effectieve rendement op een Amerikaanse 10-jaars staatsobligatie rond de 4,6%. In mei 2024 was dit nog 4,4%. Het rendement op een Nederlandse 10-jaars staatsobligatie is ondertussen gedaald van ca. 3,2% tot 2,8%. Rendementen op de 10-jaars obligaties van de VS en NL komen daarmee steeds dichter bij de lange termijnverwachtingen. Ondertussen nemen *credit spreads* - na de onrust omtrent de situatie in Gaza - verder af (Figuur 17), wat erop wijst dat het kredietrisico is afgenomen. Deze afname is het sterkst in het doorgaans volatielere *high yield segment* (obligaties met een hoger risico).

Figuur 16: De langetermijnrentes zijn sinds september 2023 gedaald in reactie op mogelijk aanstaande renteverlagingen door centrale banken.
Bron: Macrobond.

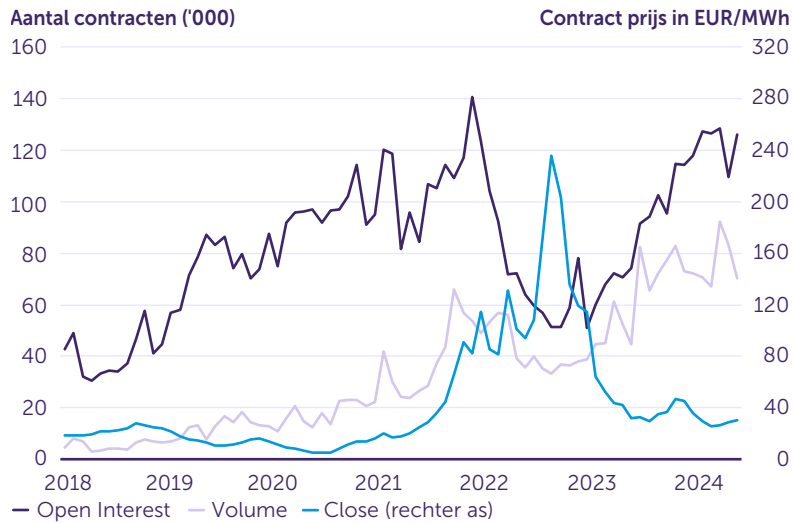


Figuur 17: CDS spreads bedrijfsobligaties EU en VS zijn gedaald.
Bron: Macrobond.



De gascrisis lijkt ondanks de geopolitieke spanningen bezworen, wat zich uit in de prijs en de sterk toegenomen volumes en open interest op de Nederlandse TTF-gasmarkt. Tijdens de gascrisis was *open interest* (OI) – een indicator voor hoeveel contracten er worden geschreven met TTF-gas als onderliggende waarde – ongeveer gehalveerd. De OI neemt doorgaans af in het licht van onzekerheid. De meeste marktpartijen zijn immers minder geneigd een lange termijn overeenkomst aan te gaan als de prijzen erg volatiel zijn en de toekomst onzeker is. Sinds 2023 zien we een sterke toename van de handelsbereidheid van partijen. Ook de handelsactiviteit, gemeten in dagelijks volume, is in die periode weer toegenomen (Figuur 18). Meer liquiditeit (e.g. hogere OI en volumes) draagt bij aan een zuivere prijsvorming. Ondertussen zien we dat gasprijzen sinds ons vorige rapport zijn blijven dalen, deels vanwege de afschaling van de Nederlandse industrie van het gas, de hogere toevoer van LNG, mildere winters en goed gevulde voorraden.

Figuur 18: Lagere prijzen en hogere volumes op de Nederlandse TTF-gasmarkt.
Bron: Macrobond.



3.2 Functioneren geldmarkt

Een goed functionerende geldmarkt is essentieel voor het financiële stelsel. Daarbij gaat het met name om de markt voor kortlopend en hoogwaardig schuldpapier en de repomarkt. De Europese repomarkt¹³ heeft een omvang van tussen de EUR 7 en 10 biljoen (zie ook Box 1) en is daarmee de grootste en meest liquide markt om kort geld aan te trekken, bijvoorbeeld om aan margin calls te voldoen (zie Box 2), of om liquide middelen weg te zetten. Asset managers zijn dan ook voornamelijk actief op deze markt in het kader van hun liquiditeitsmanagement. Zij hebben namelijk geen toegang tot een rekening bij de centrale bank en zijn dus op financiële markten aangewezen. Met name in perioden van marktstress is het belangrijk dat de geldmarkt een betrouwbare bron van liquiditeit blijft. Als de geldmarkt niet goed werkt heeft dat ook impact op andere delen van het financiële

stelsel, zoals de asset managementsector. Door deze overloopeffecten kunnen risico's op de geldmarkt uiteindelijk ook de financiële stabiliteit raken.

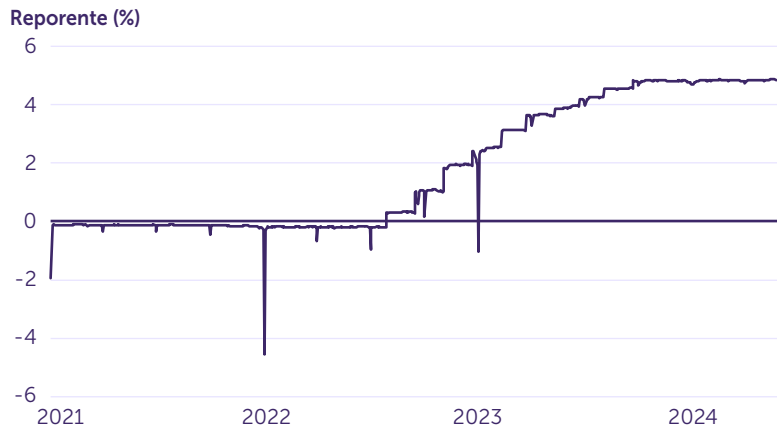
De repomarkt functioneert niet altijd goed, maar in 2023 was er geen grote stress op jaareinde. In het verleden is het vaker voorgekomen dat de reporente op jaareinde een fors negatieve piek liet zien (Figuur 19). Dat heeft ermee te maken dat banken zich op dat moment tijdelijk terugtrekken als market maker. En in de Verenigde Staten was er in september 2019 sprake van stress op de repomarkt toen banken geen geld meer wilden verschaffen op de repomarkt en de Fed moest ingrijpen. Eind 2023 was er, in tegenstelling tot andere jaren, geen sprake van grote stress op de Europese repomarkt. De reporente liet maar een zeer beperkte beweging zien. Uit een nadere analyse blijkt dat marktpartijen veelal van tevoren hebben voorgesorteerd op het jaareinde. In aanloop naar het jaareinde nam het aandeel transacties met een iets langere looptijd (2 dagen – 1 week) toe terwijl het aandeel overnight transacties daalde (Figuur 20). Aanvullende mogelijke verklaringen zijn dat staatsobligaties die als onderpand gebruikt worden in grotere mate beschikbaar waren dan in eerdere jaren en banken meer balansruimte hadden.¹⁴

De AFM monitort op basis van SFTR-data de activiteit op de repomarkt om zo tijdig risico's te kunnen signaleren. Dit gaat bijvoorbeeld over het mogelijk opdrogen van de repomarkt op jaareinde en welke partijen hierdoor in de problemen komen. Daarnaast kunnen repotransacties worden aangegaan door beleggingsfondsen om leverage op te bouwen. De data biedt ook inzicht in risico's die hieruit voort kunnen komen. Tot slot monitort de AFM het belang van bepaalde handelsplatformen voor de markt, en of deze daardoor eventueel systeemrelevant zijn.

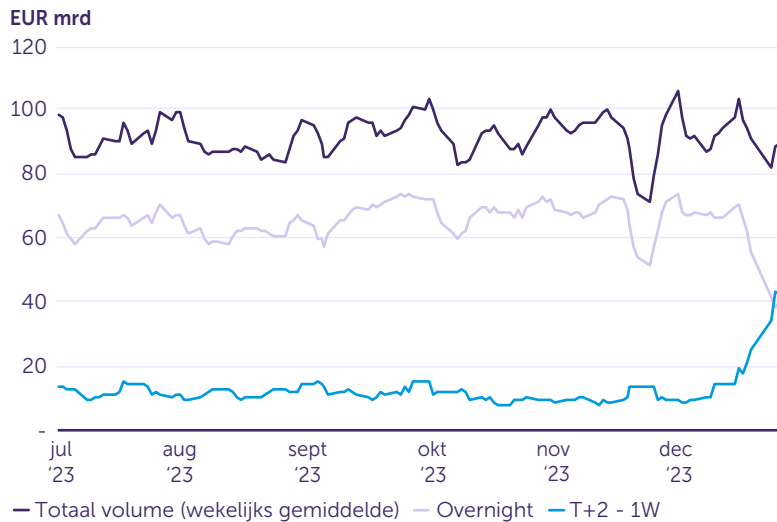
¹³ Een repo (repurchase agreement) is economisch gezien een lening met onderpand. In een repotransactie wordt een effect, vaak een obligatie, verkocht door een marktpartij die zich verplicht het op een latere datum tegen een vooraf overeengekomen prijs terug te kopen. Het verschil tussen de verkoop- en terugkooopprijs is de reporente.

¹⁴ [The European repo market at 2023 year-end](#). ICMA, januari 2024.

Figuur 19: Vaak laat de reporente een flinke dip zien tijdens jaareinde
Bron: Repo funds rate.



Figuur 20: Marktpartijen anticipeerden op jaareinde met langere repotransacties. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. SFTR-data.



¹⁵ Dit is anders dan bij future-ETF's, die al eerder zijn goedgekeurd. Future-ETF's volgen slechts de prijsontwikkeling van Bitcoin.

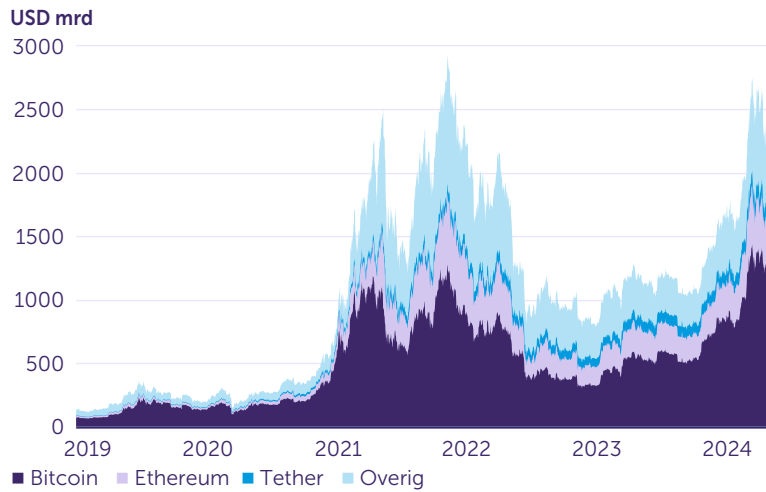
¹⁶ [Crypto-assets: Market structures and EU relevance](#). ESMA, april 2024.

3.3 Verwevenheid crypto-assets

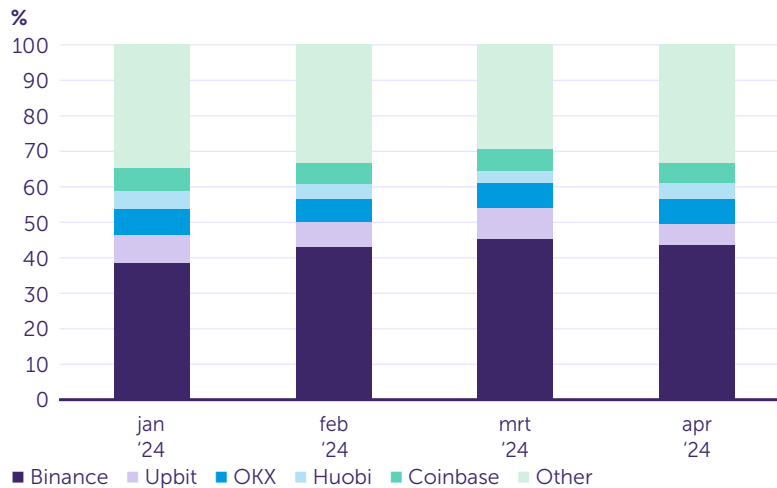
De cryptomarkt is in 2024 verder gegroeid tot een marktkapitalisatie van ruim USD 2,3 biljoen per eind april (Figuur 21). Dit had onder meer te maken met de goedkeuring van een Bitcoin spot-ETF door de SEC in januari. Hierdoor is er veel geld ingestroomd in Bitcoin-ETF's waarmee Bitcoins worden aangekocht.¹⁵ De grootste Bitcoin spot-ETF, IBIT van Blackrock, is al gegroeid tot een netto activawaarde van USD 17,5 mrd. In anticipatie op de goedkeuring van de spot-ETF en de maanden daarna is de Bitcoinprijs al met meer dan 50% in waarde gestegen. Verder is de cryptomarkt nog erg geconcentreerd. De top 3 cryptovaluta (Bitcoin, Ether en Tether) zijn goed voor ca. 74% van de totale marktkapitalisatie en ca. 55% van het handelsvolume vindt in deze crypto's plaats. Ook bestaat er concentratie van handel bij de grootste handelsplatformen. Tussen de 60% en 70% van het wereldwijde handelsvolume vindt plaats op de 5 grootste platformen (Figuur 22). Binance, het grootste platform, neemt meer dan 40% voor haar rekening.¹⁶

Stabiliteitsrisico's kunnen ontstaan door verwevenheid van crypto-assets met het financiële stelsel. Die verwevenheid ontstaat bijvoorbeeld wanneer financiële instellingen blootgesteld zijn naar crypto-assets. Of via stablecoins die gekoppeld zijn aan fiatvaluta, zoals Tether (1 Tether = 1 USD), en gedekt worden door een mandje van financiële instrumenten. Bij een run op een stablecoin zou er een grote hoeveelheid financiële instrumenten (vaak schuld papier) moeten worden verkocht met mogelijke prijsimpact tot gevolg. Tot nu toe lijkt dat risico echter nog beperkt. De cryptomarkt is nog relatief beperkt in omvang ten opzichte van de financiële sector en crypto's zijn voornamelijk onderling verweven. Zo zijn correlaties tussen cryptovaluta hoog en zijn bij 70% tot 80% van de transacties twee cryptomunten of een cryptomunt en een stablecoin betrokken. Bij slechts 20% tot 30% van de transacties is een fiatvaluta betrokken. Crypto-assets vormen daarmee niet zozeer een risico voor de financiële stabiliteit maar vanwege de grote volatiliteit en kwetsbaarheid voor fraude wel een risico voor beleggers. Verdere groei van de cryptomarkt kan tot grotere verwevenheid en daarmee stabiliteitsrisico's leiden.

Figuur 21: Marktkapitalisatie cryptomarkt in 2024 verder toegenomen.
Bron: Macrobond.



Figuur 22: Handel op cryptobeurzen grotendeels geconcentreerd bij enkele partijen. Bron: The Block.

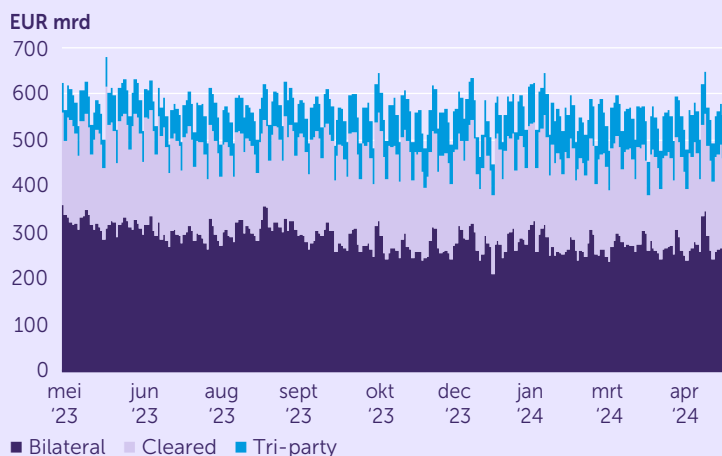


De nieuwe regelgeving voor crypto's, de Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR), treedt per 30 december 2024 in werking. Sinds 22 april kunnen cryptodienstverleners een vergunning aanvragen of notificatie indienen bij de AFM. Hiermee komt de markt deels onder toezicht en moeten aanbieders van cryptodiensten voldoen aan verschillende vereisten omtrent o.a. vermogensscheiding, het voorkomen van witwassen en belangenconflicten en eerlijke informatieverstrekking. De regulering zal bijdragen aan het volwassen worden van de cryptomarkt en de bescherming van beleggers, maar er zijn ook beperkingen. Toezichthouders hebben nog weinig mogelijkheden om marktmisbruik tegen te gaan, er zijn geen verplichte datarapportages bijvoorbeeld, en er zijn geen vereisten t.a.v. productontwikkeling. Andere delen van de cryptosector, zoals decentrale handelsplatformen of NFT's, staan nog niet onder toezicht. De AFM blijft daarom waarschuwen voor de risico's van beleggen in crypto's en zal zich inzetten voor de doorontwikkeling van MiCAR.

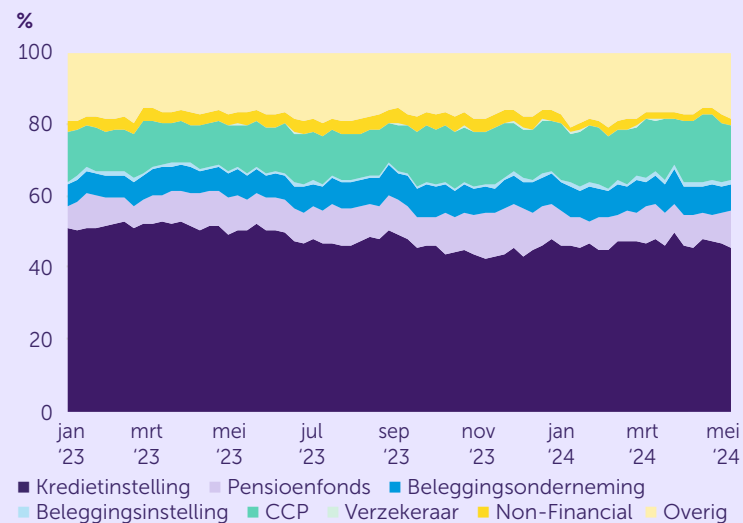
Box 1: De Nederlandse repomarkt

Transactierapportages bieden inzicht in de structuur van Nederlandse repomarkt en mogelijke risico's die spelen. Eind 2023 stond er ca. EUR 550 mrd uit aan repotransacties van Nederlandse marktpartijen of op Nederlandse handelsplatformen. Ongeveer de helft van de uitstaande transacties wordt bilateraal afgehandeld (Figuur 23). Daarnaast wordt een groot deel gecleard (ca. 37 %) en een klein deel valt onder tri-party repo. Bij tri-party repo is naast de twee partijen die tot een transactie komen ook een derde partij betrokken waar de administratieve zaken zoals collateral management, bewaring etc. worden uitbesteed. Dagelijks wordt er gemiddeld voor maar liefst EUR 88 mrd verhandeld. Een groot deel van de transacties (37%) heeft namelijk een looptijd van 1 dag (overnight). Actieve marktpartijen zijn met name banken, die zowel repo als reverse repotransacties uitvoeren en dus als belangrijke market makers kunnen worden gezien. Pensioenfondsen hebben een kleiner aandeel en doen doorgaans vooral reverse repotransacties (overtollige liquiditeit wegzetten)(Figuur 24). Verder zijn er ook veel buitenlandse partijen actief, zoals Eurex Clearing, een centrale tegenpartij in Duitsland.

Figuur 23: Principal value van uitstaande repotransacties in 2023.
Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. SFTR-data.



Figuur 24: Verdeling marktpartijen op repomarkt (reverse repo's). Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. SFTR-data.



Met een actueel en gedetailleerd beeld van de repomarkt kunnen risico's tijdig gesignaleerd worden en kan effectief gereageerd worden op situaties van marktstress. Voorheen was het moeilijk de repomarkt te doorgronden door een gebrek aan goede data. Op basis van SFTR-data heeft de AFM nu goed inzicht in de handel op de repomarkt. Op deze manier kan worden gemonitord hoe de liquiditeit zich ontwikkelt in tijden van marktstress, zoals vaak op jaareinde. Daarnaast heeft de AFM ook inzicht in tussen welke partijen en waar (OTC of op platformen) er gehandeld wordt. Dit is bijvoorbeeld nuttig in het kader van liquiditeitsrisico's van margin calls voor pensioenfondsen (die deze voor een groot deel opvangen met repotransacties). Daarnaast kunnen beheerders van beleggingsfondsen de repomarkt ook gebruiken om leverage op te bouwen, wat tot liquiditeitsrisico's kan leiden. Dit geeft dus aanvullende inzichten in het mogelijke leverage-gebruik van o.a. hedge funds en LDI-funds (zie hoofdstuk 4). Tot nu toe is het gebruik van de repomarkt door Nederlandse beleggingsfondsen zeer beperkt.

Tot slot kunnen mogelijk concentratierisico's zich voordoen als de markt grotendeels afhankelijk is van één of enkele partijen. Zo verloopt ca. 25% van het handelsvolume op platformen (en 8% van het totale volume) via een groot Nederlands platform. Daarnaast voeren Nederlandse pensioenfondsen het merendeel van hun repotransacties uit op Eurex Repo, waarbij Eurex Clearing vervolgens de centrale tegenpartij is. Het grootste deel van de handel, ca. 70%, vindt echter nog *over-the-counter* (OTC) plaats.

4. Risico's en trends asset managementsector

Risico's in de asset managementsector zien vooral op liquiditeit. Beheerders van beleggingsfondsen kunnen te maken krijgen met forse onttrekkingen van beleggers of met margin calls op derivatenposities. Dit kan indirect ook leiden tot stabiliteitsrisico's als zij hierdoor over moeten gaan op het gedwongen verkopen van activa. Dit kan in het bijzonder lastig zijn als veel wordt geïnvesteerd in relatief illiquide activa zoals vastgoed of bedrijfsobligaties. Daarnaast kan het gebruik van leverage deze risico's versterken. Met name pensioenfondsen maken veel gebruik van rente- en valutaderivaten om risico's af te dekken. Veranderingen van de rente en wisselkoers kunnen ervoor zorgen dat pensioenfondsen onderpand moeten storten, vaak in cash. De repomarkt is dan een van de instrumenten die pensioenfondsen aan kunnen wenden om aan deze margin calls te voldoen. Deze markt functioneert echter niet altijd (zie 3.2). De AFM zet daarom in op adequaat liquiditeitsrisicomanagement van beheerders waaronder de beschikbaarheid van liquidity management tools (LMT's) en goed liquiditeitsstresstestbeleid.

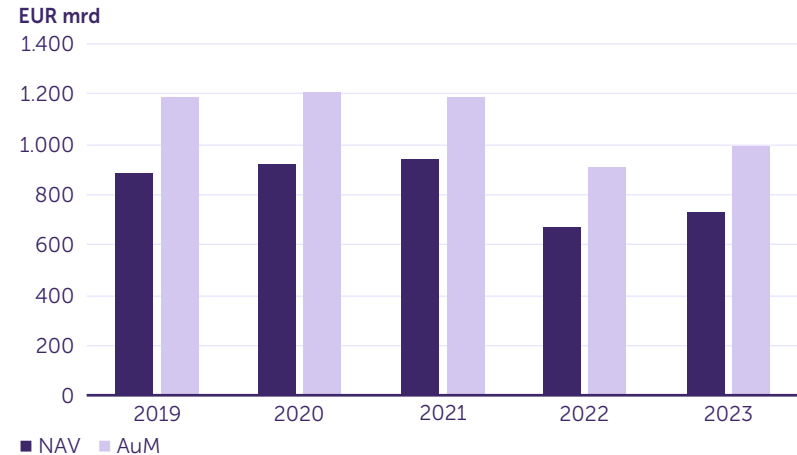
4.1 Algemene trends en ontwikkelingen

Marktbeeld Nederlandse beleggingsfondsen

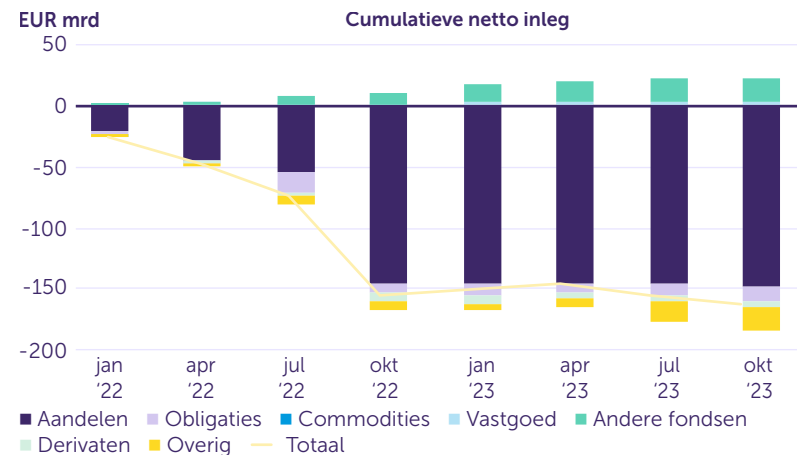
Het vermogen in Nederlandse beleggingsfondsen steeg vorig jaar weliswaar tot ca. EUR 990 mrd (Figuur 25), maar het is nog niet terug op het niveau van vóór 2022. De stijging was vooral te danken aan positieve rendementen op beleggingen. Netto stroomde er in 2023 namelijk ca. EUR 6 mrd uit Nederlandse beleggingsfondsen. Verreweg het grootste deel veel van het vermogen in beleggingsfondsen (Figuur 26) komt van pensioenfondsen, die vorig jaar een gemiddeld rendement behaalden van 8,7%.¹⁷

¹⁷ PensioenPro

Figuur 25: Het vermogen in Nederlandse beleggingsfondsen is in 2023 door positieve rendementen toegenomen. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. AIFMD-data.



Figuur 26: De cumulatieve netto inleg in Nederlandse beleggingsfondsen was in 2023 stabiel na forse daling in 2022. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. AIFMD-data.



Leverage-gebruik Nederlandse beleggingsfondsen

Sommige typen beleggingsfondsen maken gebruik van forse leverage door middel van leningen of door het gebruik van derivaten.

Leverage kan bijdragen aan financiële stabiliteitsrisico's doordat het blootstellingen van partijen vergroot. Wanneer een beleggingsfonds dan met liquiditeitsdruk te maken krijgt, bijvoorbeeld als gevolg van margin calls op derivatenposities, worden zij mogelijk gedwongen om activa snel te verkopen tegen nadelige prijzen of om hun leverage versneld af te bouwen. Dat kan prijseffecten in de markt versterken en daarmee marktimpact hebben. Ook zorgt het gebruik van leverage ervoor dat partijen meer verweven raken met elkaar. Denk aan banken die leningen verstrekken aan vastgoedfondsen of tegenpartij zijn bij derivatencontracten. Marktschokken kunnen zo verspreid worden in het financiële systeem.

Leverage-gebruik door beleggingsfondsen was eind 2023 iets lager dan een jaar eerder (Figuur 27).

Met name hedge funds en Liability Driven Investmentfondsen (LDI) maken veel gebruik van leverage. Hedge funds hebben vaak grote derivatenposities waardoor zij zijn blootgesteld aan liquiditeitsrisico vanuit margin calls. Daar staat tegenover dat ze in zeer liquide instrumenten handelen en posities vaak snel gesloten kunnen worden. Daarnaast wordt het werkelijke risico mogelijk deels gemitigeerd door tegengestelde posities, wat niet altijd terugkomt in de berekening van de commitment leverage.¹⁸ De AFM en DNB zijn daarom voornemens om de leverage-gerelateerde risico's bij Nederlandse hedge funds nader te analyseren. Voor LDI-fondsen geldt dat zij gebruikt worden om het renterisico van pensioenfondsen en verzekeraars af te dekken en daarvoor beleggen in rentederivaten. Deze fondsen zijn daarom gevoelig voor rentebewegingen en zijn blootgesteld aan liquiditeitsrisico vanuit margin calls. In 2022 kwamen LDI-fondsen die in Britse ponden zijn gedeneerd in de problemen door een forse rentestijging op Britse staatsobligaties. Overige fondsen die gebruik maken van leverage, waaronder enkele vastgoedfondsen, zijn vaak klein in omvang of maken beperkt gebruik van leverage

waardoor het stabiliteitsrisico ook beperkt is. Daarnaast zijn de vastgoedfondsen met de meeste leverage closed-end, waardoor zij niet blootgesteld zijn aan het risico van onttrekkingen door beleggers.

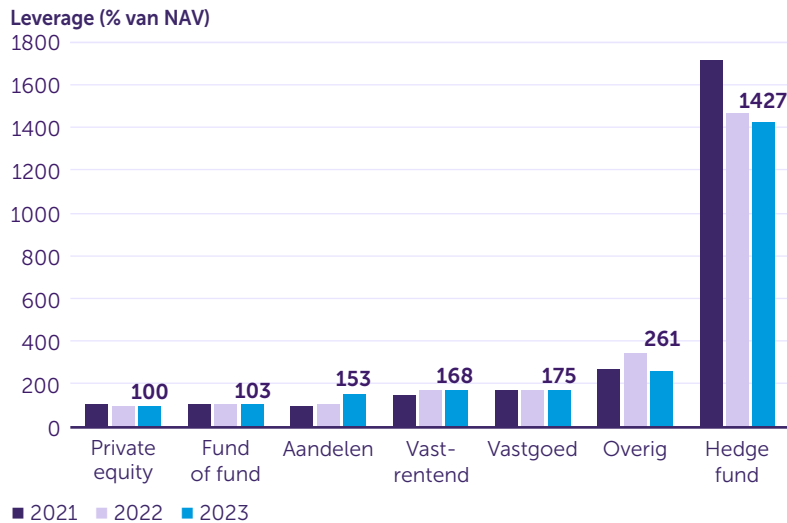
De AIFM-richtlijn geeft toezichthouders de mogelijkheid om een limiet op het gebruik van leverage op te leggen aan beheerders van beleggingsfondsen.

In Nederland ligt deze bevoegdheid bij DNB. Recentelijk hebben de Ierse en Luxemburgse markttoezichthouders een leveragelimit opgelegd aan LDI-fondsen die in Britse ponden zijn gedeneerd, een maatregel die door ESMA werd ondersteund.¹⁹ De opgelegde limiet zorgt ervoor dat zij een minimum weerbaarheidsniveau aanhouden om een rentestijging van 300 basispunten te kunnen weerstaan. Bij LDI-fondsen die in euro zijn gedeneerd is het risico beperkt omdat zij geen gebruik maken van financiële leverage via de repomarkt. In plaats daarvan gebruiken deze fondsen synthetische leverage middels derivaten en beschikken ze over relatief hoge liquiditeitsbuffers. Omdat de leveragelimit alleen toepasbaar is op AIF's is het niet altijd een effectieve maatregel om het leverage-gebruik bij asset managers te beperken. Er zijn bijvoorbeeld beheerders van hedge funds die een groot deel van hun activa beheren in gesegeerde mandaten (individueel vermogen), die onder MiFID-regelgeving vallen. Een leverage limiet kan niet opgelegd worden bij deze mandaten. Andere manieren om stabiliteitsrisico's die vanuit leverage-gebruik voortkomen te mitigeren zien op het versterken van het liquiditeitsrisicomanagement van asset managers (zie paragraaf 4.3).

¹⁸ Leverage wordt berekend als percentage van de netto activawaarde. Bij de commitment methode wordt rekening gehouden met netting en hedging van bepaalde blootstellingen, en worden rentederivaten aangepast naar duratie. Bij een waarde van 100% is geen sprake van leverage.

¹⁹ ESMA (29-04-2024)

Figuur 27: Met name hedge funds en LDI-fondsen (onder 'Vastrentend' en 'Overig') maken veel gebruik van leverage. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. AIFMD-data.

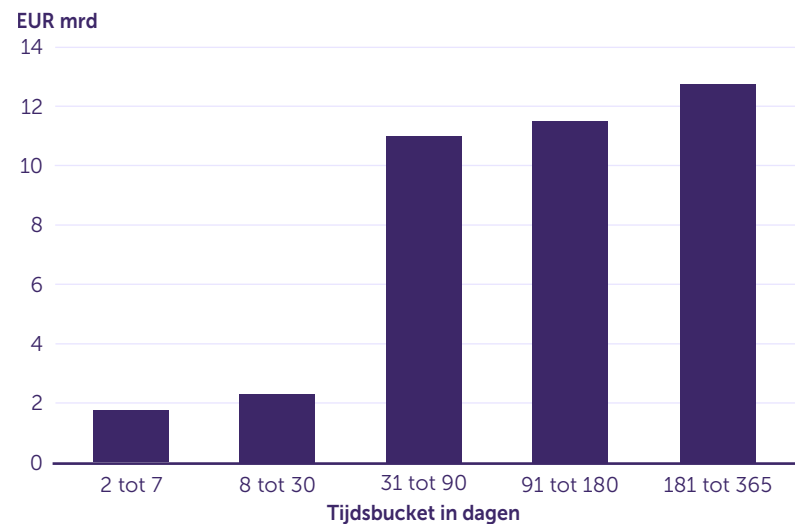


4.2 Liquiditeitsrisico Nederlandse beleggingsfondsen

Liquiditeitsrisico's bij Nederlandse beleggingsfondsen kunnen in extreme gevallen leiden tot stabiliteitsrisico's. Bij beleggingsfondsen kan er grote liquiditeitsdruk ontstaan wanneer veel beleggers tegelijkertijd, of enkele grote beleggers, willen uittreden uit een beleggingsfonds. De beheerder moet dan mogelijk overgaan op grootschalige verkopen van activa om aan de uitbetalingsverzoeken te kunnen voldoen. Als dit op grote schaal gebeurt kan dat impact hebben op onderliggende markten en daarmee op de financiële stabiliteit. Dit risico is met name groot bij beleggingsfondsen met een liquiditeitsmismatch, waarbij de investeerdersliquiditeit (tijd waarin beleggers een X bedrag kunnen onttrekken) groter is dan de portfolioliquiditeit

(tijd waarin een X bedrag van de activa liquide gemaakt kan worden). Bij Nederlandse fondsen²⁰ is de liquiditeitsmismatch tot nu toe relatief beperkt (zie figuur 28). Vooral voor langere tijdsbuckets (>31 dagen) is er sprake van een liquiditeitsmismatch, die ca. EUR 12 mrd bedraagt (2,8% van het vermogen in open-end fondsen). Daarnaast kunnen asset managers die gebruik maken van derivaten te maken krijgen met margin calls wat ook een liquiditeitsrisico is. Dit risico speelt met name bij de rente- en valutaderivaten van pensioenfondsen (zie Box 2).

Figuur 28: Liquiditeitsmismatch in Nederlandse beleggingsfondsen vooral bij langere tijdsbuckets mogelijk. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. AIFMD-data.



Beleggingsfondsen die in illiquide activa investeren zijn in het bijzonder blootgesteld aan verhoogde liquiditeits- en waarderingsrisico's. Dit speelt bij vastgoedfondsen en fondsen die in bedrijfsobligaties beleggen. De markt voor commercieel vastgoed staat al een tijdje onder druk vanwege de opgelopen rente en structurele veranderingen. Bedrijfsobligaties zijn daarnaast inherent illiquide instrumenten, met name in tijden van marktstress. Fondsen die in deze activa zitten

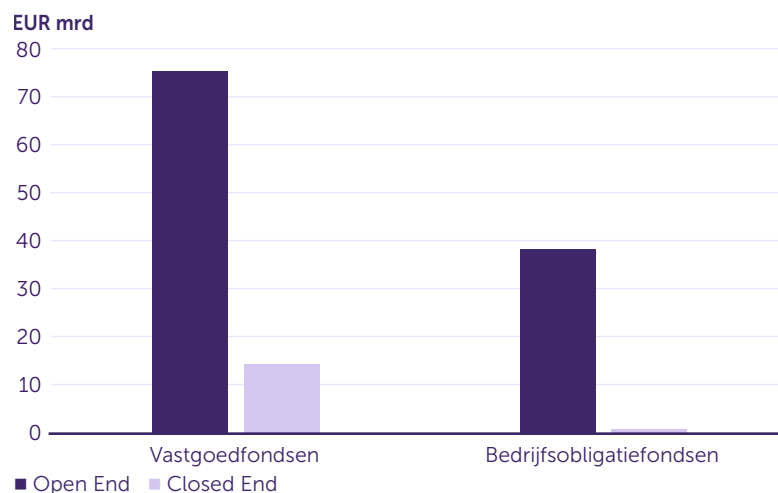
²⁰ Het gaat hier om alternatieve beleggingsinstellingen (ABI's). Instellingen voor collectieve beleggingen in effecten (ICBE's) kunnen ook onderhevig zijn aan liquiditeitsmismatch. De Nederlandse ICBE-sector is echter zeer beperkt in omvang.

lopen mogelijk liquiditeitsrisico als zij te maken krijgen met forse uitstroom van vermogen (in het geval van open-end fondsen) of margin calls op derivaten. Wanneer fondsen gedwongen activa moeten verkopen kan dit prijseffecten veroorzaken en daarmee impact hebben op de financiële stabiliteit. Daarnaast zorgt het illiquide karakter van de beleggingen ervoor dat waardering van de activa moeilijk is. Dit is vooral een risico voor beleggers.

Nederlandse vastgoedfondsen hebben ca. EUR 119 mrd vermogen onder beheer (per eind 2023), waarvan EUR 75 mrd in open-end fondsen is belegd (Figuur 29). Open-end vastgoedfondsen lopen liquiditeitsrisico en vormen in potentie een stabiliteitsrisico. Het liquiditeitsrisico wordt echter (deels) gemitigeerd door de structuur en karakter van dit marktsegment. Ten eerste is 55% (EUR 41 mrd) indirect belegd in vastgoed (via aandelen van vastgoedbedrijven of via andere fondsen) en 45% in fysiek vastgoed. Aandelen zijn meer liquide dan fysiek vastgoed waardoor het risico lager is. Ten tweede is ca. 80% van het vermogen in Nederlandse vastgoedfondsen afkomstig van pensioenfondsen. Die zijn minder snel geneigd om in één keer hun vermogen te onttrekken. Voor hun directe liquiditeitsbehoeftes, zoals in het geval van margin calls, zullen ze eerder hun liquiditeitsportefeuille (schuldpapier etc.) of de geldmarkt aanspreken. Ten derde hebben veel open-end vastgoedfondsen een notice period van een kwartaal of een jaar en hebben de meeste fondsen meerdere LMT's beschikbaar om grote uitstroom te kunnen managen. De AFM ziet het stabiliteitsrisico vanuit vastgoedfondsen als beperkt. Dat neemt niet weg dat de druk op de commercieel vastgoedmarkt voor sommige individuele beleggingsfondsen risicovol is. Tot nu toe zijn er ook al enkele beleggingsfondsen die de AFM hebben geïnformeerd dat ze LMT's²¹ hebben ingezet om op een goede en eerlijke manier aan uittreedverzoeken van beleggers te kunnen voldoen.

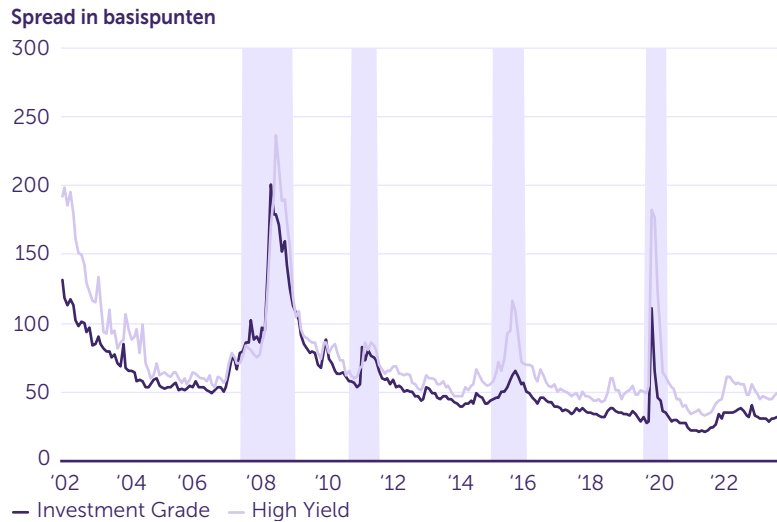
21 LMT's zijn instrumenten die beheerders van beleggingsfondsen kunnen inzetten om hun liquiditeit te managen, vooral in stresssituaties. Het gaat daarbij om instrumenten die de beheerder flexibiliteit geven in het voldoen aan uittreedverzoeken, zoals het tijdelijk op slot zetten van een beleggingsfonds voor onttrekkingen (suspensions). Of het kan gaan om het voorkomen dat kosten voor uittreding worden gedragen door beleggers die niet uittreden, bijvoorbeeld door het doorberekenen van een extra fee (redemption fees).

Figuur 29: Grootste deel van het belegd vermogen in vastgoed- en bedrijfsobligatiefondsen zit in open-end fondsen. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. AIFMD-data.



Voor bedrijfsobligatiefondsen geldt eveneens dat ze verhoogd liquiditeitsrisico lopen. De markt voor veel bedrijfsobligaties is illiquide, vooral in tijden van stress (Figuur 30). Na de eerste uitgifte houden institutionele beleggers in bedrijfsobligaties de stukken namelijk vaak aan tot het einde van de looptijd waardoor handel op de secundaire markt beperkt is. Nederlandse vastrentende fondsen hebben ca. EUR 171 mrd vermogen onder beheer. Ca. EUR 14 mrd daarvan is belegd in fondsen die voor meer dan 50% in bedrijfsobligaties beleggen. Het merendeel, 95%, van deze fondsen is open-end en zijn dus blootgesteld aan het risico van onttrekkingen (Figuur 29). Voor deze fondsen geldt ook, net als bij vastgoedfondsen, dat de liquiditeitsrisico's deels worden gemitigeerd door het hoge aandeel van pensioenfondsen als beleggers. Daarnaast hebben de meeste fondsen meerdere LMT's beschikbaar om uittreedverzoeken goed te kunnen opvangen. Het stabiliteitsrisico van bedrijfsobligatiefondsen in Nederland is daarmee ook beperkt.

Figuur 30: In tijden van stress kunnen bedrijfsobligaties niet of alleen tegen heel hoge kosten worden verkocht. Bron: Bloomberg.



Er is in toenemende mate aandacht voor de sterke groei van de private credit markt,²² maar risico's lijken vooralsnog beperkt. De markt voor private credit is de afgelopen jaren fors toegenomen. De private credit markt is wereldwijd toegenomen tot een omvang van ca. USD 2,1 biljoen. Ca. 81% van het private credit vermogen wordt beheerd in closed-end fondsen met een beperkte levensduur, vergelijkbaar met private equity.²³ De stabiliteitsrisico's van de private credit markt lijken vooralsnog beperkt door de beperkte uittredingsvoorwaarden en het relatief geringe gebruik van leverage. Voor private credit geldt echter wel dat er sprake is van databeperkingen. Dit geldt ook voor Nederlandse beleggingsfondsen, wat mogelijk kan worden verbeterd bij de uitwerking van de rapportageverplichtingen in het kader van de AIFMD.

22 Bij private credit verstrekken niet-bancaire financiële instellingen zoals pensioenfondsen, verzekeraars of beleggingsinstellingen directe leningen aan bedrijven. Dit heeft als voordeel dat het aanbod van kredietverlening verbreedt en mogelijkheden biedt aan bedrijven die anders niet in aanmerking komen voor bankleningen.

23 [IMF Global Financial Stability Report](#), IMF, april 2024.

24 LMT's zijn instrumenten die beheerders van beleggingsfondsen kunnen inzetten om hun liquiditeit te managen, vooral in stresssituaties. Het gaat daarbij om instrumenten die de beheerder flexibiliteit geven in het voldoen aan uittreedverzoeken, zoals het tijdelijk op slot zetten van een beleggingsfonds voor onttrekkingen (suspensions). Of het kan gaan om het voorkomen dat kosten voor uittreding worden gedragen door beleggers die niet uittreden, bijvoorbeeld door het doorberekenen van een extra fee (redemption fees).

25 [Sector letter availability liquidity management tools](#), AFM september 2023.

4.3 Liquiditeitsrisicomanagement Nederlandse beheerders van beleggingsfondsen

Goed liquiditeitsrisicomanagement inclusief liquiditeitsstresstests en de beschikbaarheid van liquidity management tools (LMT's)²⁴ zijn gegeven de liquiditeitsrisico's van cruciaal belang. Vanwege de risico's vanuit de assetmanagement sector voor de financiële stabiliteit heeft de AFM nadrukkelijk oog voor het liquiditeitsrisicomanagement raamwerk van Nederlandse asset managers. Eerder hebben de AFM en DNB in kaart gebracht hoeveel LMT's asset managers beschikbaar hebben om in stresssituaties de uitstroom van vermogen te kunnen beheersen. In een sectorbrief²⁵ aan de asset managementsector hebben de AFM en DNB aandacht gevraagd voor de beschikbaarheid van de juiste LMT's. Vorig jaar hebben we als vervolg hierop gekeken naar het liquiditeitsstresstestbeleid van asset managers. Uitgangspunt daarbij waren de ESMA guidelines over liquiditeitsstresstesting.

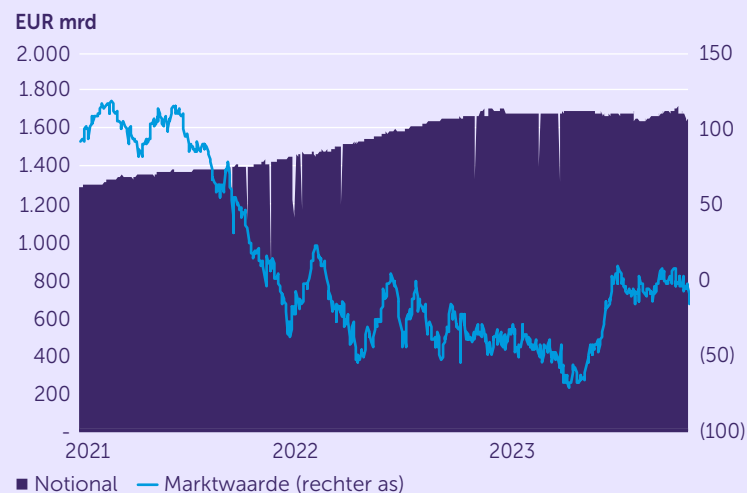
Onderzoek van de AFM en DNB wijst uit dat asset managers hun liquiditeitsstresstests op verschillende manieren invullen. Zo maakt niet elke beheerder bijvoorbeeld gebruik van zowel historische en hypothetische stressscenario's. Omdat toekomstige liquiditeitsdruk mogelijk groter is dan in het verleden is voorgekomen bij beleggingsfondsen is het goed om ook hypothetische stressscenario's te formuleren en door te rekenen. Daarnaast verschilt ook de aanpak tussen beheerders. Sommige beheerders kijken met name tegen welke kosten ze hun activa kunnen liquideren in geval van marktstress (*transaction cost approach*). Het kan daarnaast echter ook nuttig zijn om de tijdsduur waarin (een deel van) het portfolio liquide gemaakt kan worden (*time-to-liquidity*) mee te nemen in een scenarioanalyse.

Box 2: Liquiditeitsrisico van derivatenportefeuilles van pensioenfondsen

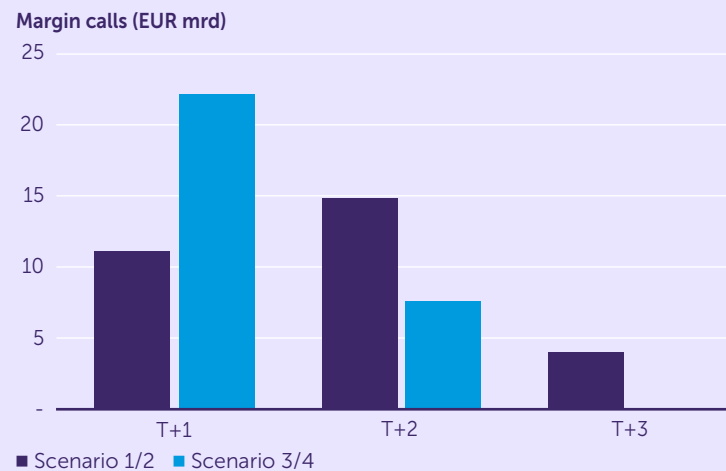
Het gebruik van rente- en valutaderivaten door pensioenfondsen om risico's af te dekken brengt liquiditeitsrisico's met zich mee.

Eind april bedroeg de totale notionele waarde van rentederivaten van pensioenfondsen EUR 1.642 mrd (Figuur 31). Bij een stijgende rente daalt de marktwaarde van de rentederivaten en moeten pensioenfondsen onderpand storten, vaak in cash. Eerdere analyses van de AFM en DNB wezen uit dat dit in potentie een risico voor de financiële stabiliteit vormt. Als pensioenfondsen in een extreem scenario op grote schaal beleggingen moeten verkopen om aan de margin calls te voldoen kan dit effect hebben op de onderliggende markten. Daarbij gaat het om zeer grote bedragen. De totale rentegevoeligheid van de vijf grootste pensioenfondsen bedraagt ruim EUR 500 mln per basispunt verandering in de swaprente. Vorig jaar hebben de AFM en DNB daarom verschillende stressscenario's laten doorrekenen door pensioenfondsen en hun uitvoerende asset managers. Dit volgde uit een aanbeveling van het Financieel Stabiliteitscomité. De opgestelde stressscenario's gingen uit van een forse rente- en valutaschok met een ééndaagse en een tweedaagse horizon en van een adverse en worst-case scenario met betrekking tot de liquiditeit op de repo-markt (4 scenario's in totaal). In het zwaarste scenario hebben de pensioenfondsen te maken met margin calls van in totaal ca. EUR 22 mrd op één dag (Figuur 32).

Figuur 31: Na een forse daling van de marktwaarde van rentederivaten van Nederlandse pensioenfondsen is deze eind 2023 toegenomen als reactie op de gedaalde lange rente. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. EMIR-data.



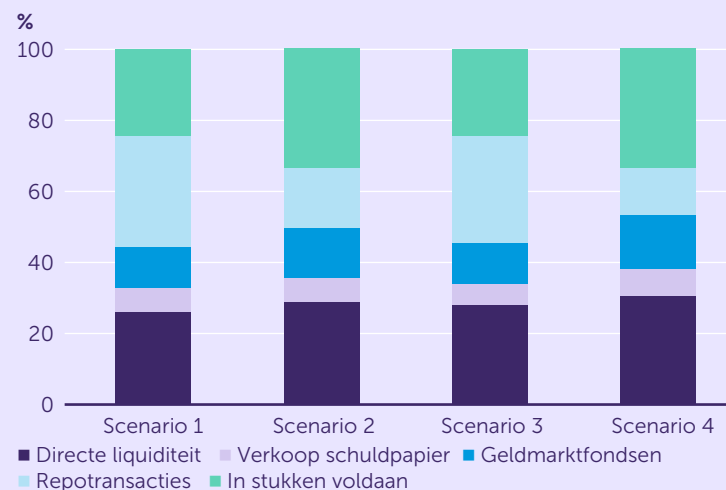
Figuur 32: Margin calls op rente- en valutaderivaten kunnen per dag in stress scenario's (waarin schok op T=0 plaatsvindt) aanzienlijk zijn. Bron: AFM/DNB.



Uit gezamenlijk onderzoek van de AFM en DNB blijkt dat pensioenfondsen in een stressscenario kunnen voldoen aan margin calls zonder over te gaan op het massaal verkopen van beleggingen. Wel zijn zij daarbij afhankelijk van het goed functioneren van de geldmarkt. Om aan margin calls te voldoen maken pensioenfondsen gebruik van verschillende liquiditeitsinstrumenten: kasgeld en deposito's, kortlopend schuldpapier, aandelen in geldmarktfondsen en repotransacties. Daarnaast hebben sommige pensioenfondsen de mogelijkheid om stukken kortlopend en hoogwaardig schuldpapier als onderpand te storten in plaats van cash. In scenario 1 en 3, waarin de repomarkt relatief liquide blijft, voldoen pensioenfondsen ca. 30% van de totale margin call door cash op te halen via repotransacties (Figuur 33). Ca. 12% wordt voldaan door verkoop van aandelen in geldmarktfondsen en ca. 6%-7% door de verkoop van schuldpapier. In scenario 2 en 4, waarbij de repomarkt verder opdroogt, wordt een minder groot deel van de margin calls middels repotransacties voldaan en leunen pensioenfondsen meer op het storten van stukken als onderpand.

Alleen in een extreem stress scenario kan daarom de financiële stabiliteit in het geding komen. Wanneer de repomarkt bijvoorbeeld volledig opdroogt of geldmarktfondsen gedeeltelijk op slot gaan is het mogelijk dat pensioenfondsen grote hoeveelheden activa moeten verkopen. Dat zou kunnen leiden tot markteffecten. Om procycliciteit van margin calls en systeemrisico's te mitigeren is het dus goed om in te zetten op een steviger macroprudentieel raamwerk voor NBFi's (Non-Bank Financial Institutions), waaronder geldmarktfondsen. Een weerbare NBFi-sector in tijden van stress verbetert de toegang tot liquiditeit voor beleggers zoals voor Nederlandse pensioenfondsen. Verbeteringen in regulering van geldmarktfondsen kan ertoe leiden dat deze meer liquiditeit kunnen bieden aan investeerders in tijden van stress. Daarnaast benadrukken we het belang van de repomarkt. Zo monitort en analyseert de AFM de ontwikkelingen op de repomarkt om tijdig te zien wanneer deze opdroogt (zie paragraaf 3.2).

Figuur 33: Door pensioenfondsen gebruikte liquiditeitsinstrumenten om aan margin calls te voldoen in verschillende scenario's. In scenario 2 en 4 droogt de repomarkt verder op dan in scenario 1 en 3. Bron: AFM/DNB.



De Wet Toezicht Pensioenen (WTP) zal er mogelijk voor zorgen dat de renteafdekking van pensioenfondsen verandert. Doordat het renterisico in het nieuwe contract niet meer gedeeld zal worden tussen generaties, kan het zijn dat de renteafdekking verschuift naar kortere looptijden. Voor jongeren ligt het namelijk voor de hand om minder renterisico af te dekken en voor ouderen juist meer. Een lagere duratie van de derivatenportefeuilles leidt tot minder liquiditeitsdruk vanuit margin calls. Het is echter nog onduidelijk wat de precieze impact van het nieuwe pensioencontract zal zijn. Daarnaast is de vrijstelling op de clearingverplichting voor pensioenfondsen vorig jaar vervallen waardoor zij nieuwe derivatencontracten centraal moeten afwikkelen. Bij centrale clearing moeten margin calls in cash worden voldaan, terwijl pensioenfondsen nu nog bij bilaterale contracten de mogelijkheid hebben om stukken schuldpapier als onderpand te storten. Op den duur zal dit tot hogere liquiditeitsdruk leiden. Gezien deze twee ontwikkelingen is het goed om de stresstest over een aantal jaar te herhalen.

5. Risico's voor klanten van financiële instellingen

Toenemende digitalisering zorgt ervoor dat grote groepen klanten vaak sneller en makkelijker toegang hebben tot de financiële markten. Dit biedt voordelen zoals het gemakkelijk opnemen of inleggen van spaargeld of het aan en verkopen van effecten. Er zijn echter ook risico's voor de financiële markten aan verbonden. Bijvoorbeeld omdat informatie zich niet alleen via traditionele media, maar ook door sociale media zeer snel kan verspreiden, kan de procycliciteit van financiële markten worden versterkt. Ook blijven er risico's als gevolg van de relatief hoge Nederlandse huishoudschuldschuld. Hierbij geldt wel dat deze schulden de afgelopen jaren verder zijn afgenomen en de gestegen rente naar verwachting niet direct leidt tot grote herfinancieringsrisico's. De huidige krapte op de woningmarkt en de mogelijke impact van klimaatverandering zijn ontwikkelingen die de huizenmarkt mogelijk in de toekomst kunnen raken.

5.1 Digitalisering van financiële dienstverlening en sociale media

Digitalisering van financiële dienstverlening kan schokken op de kapitaalmarkten en in de bankensector versnellen en versterken met mogelijke gevolgen voor de financiële stabiliteit. Wereldwijd is er een toename van retail beleggers en depositohouders die veelal gebruik maken van apps om transacties uit te voeren. Aanvullend zorgt het grote gebruik van sociale media ervoor dat informatie snel kan worden verspreid en direct een grote groep bereikt. Aan de ene kant is dit een positieve ontwikkeling, zo hebben retail beleggers gemakkelijk en tegen lagere kosten toegang tot de kapitaalmarkt, maar ook is het zo dat retail beleggers niet altijd de juistheid en betrouwbaarheid van informatie goed kunnen inschatten. Uiteindelijk kan het gedrag van retail investeerders leiden tot een toename van de volatiliteit op de kapitaalmarkten. Zo leidde in 2021 een oproep tussen retail beleggers op een internetbeleggingsforum (WallStreetBets) om aandelen

GameStop te kopen tot sterke koersschokken in het betreffende aandeel. Het leidde tot grote verliezen voor hedgefondsen, maar ook voor kleine beleggers die laat instapten. De Gamestop hype leefde onlangs weer op nadat een van de aanjagers weer actief werd op social media. Ook de problemen bij de Silicon Valley Bank (SVB) in maart 2023 waren – naast het onvoldoende beheersen van risico's door de gestegen rente - deels te wijten aan digitalisering (vanwege de hoge mobiliteit van deposito's) en de rol van sociale media.²⁶

Op korte termijn kan interactie via social media sterk gecorreleerd zijn met aandelenprijzen, wat risicovol kan zijn uit oogpunt van ordelijke markten en beleggersbescherming.

Via sociale media kunnen investeerders in real time en op grote schaal informatie delen. Waar voor traditionele media geldt dat juistheid van belang is, geldt dit niet direct voor uitingen op social media. Uitingen op social media kunnen echter wel directe impact hebben op de kapitaalmarkten. Een recente studie van ESMA laat zien dat een positief sentiment op social media samengaat met een tijdelijke hogere opbrengst van die aandelen waar veel aandacht naar uitgaat. Deze effecten beperken zich echter tot dezelfde of de volgende dag.²⁷ Dit verband kan risicovol zijn uit oogpunt van ordelijke markten en beleggersbescherming. Zo kan het lucratief zijn om misinformatie of volledig valse informatie (fake news) te verspreiden om daar zelf beter van te worden. Met de komst van generatieve AI neemt dit risico bovendien verder toe. Het is belangrijk dat uitgevende instellingen zich hiervan bewust zijn en indien nodig snel publiekelijk kunnen communiceren omdat het belangrijk is dat het belegend publiek niet wordt misleid. De AFM heeft met betrekking tot de verspreiders van fake news (achteraf) de bevoegdheid handhavend op te treden uit hoofde van het verbod op informatiemanipulatie.

²⁶ Zie ook: [ECB Financial Stability Review](#), ECB, april 2024.

²⁷ [Social media sentiment: Influence on EU equity prices](#), ESMA, april 2024.

De AFM-consumentenmonitor Beleggen laat zien dat een deel van de Nederlandse retail beleggers ook gebruik maakt van sociale media en influencers voor hun beleggingsbeslissingen.

Volgens de meest recente AFM Consumentenmonitor Beleggen heeft ongeveer een kwart van de Nederlandse huishoudens beleggingen.²⁸ De meeste van deze beleggers geven aan zelfstandig te beleggen waarbij aandelen en beleggingsfondsen de meest populaire beleggingsvormen zijn. Ruim 4 op de 10 beleggers kijken wekelijks of vaker naar de waarde van hun beleggingen. Bij aan- en verkoopbeslissingen maken zelfstandige beleggers vooral gebruik van koersdata en websites voor beleggers. Voor 6% waren aanbevelingen van financiële influencers (finfluencers) een belangrijke informatiebron bij het maken van aan- en verkoopbeslissingen. De AFM heeft afgelopen jaren gericht aandacht gehad voor finfluencers en de van toepassing zijnde wet- en regelgeving. Zo heeft de AFM in 2021 een verkennend onderzoek uitgevoerd naar ca. 150 finfluencers die zich op sociale media uitlaten over beleggen.²⁹ Na de verkenning in 2021 heeft de AFM in 2023 het finfluenceronderzoek opgevolgd (1-meting) en daarin nog enkele andere beleggingsondernemingen meegenomen die eerder niet in scope waren. Daarnaast heeft de AFM ook een aantal handhavingsonderzoeken naar finfluencers uitgevoerd.

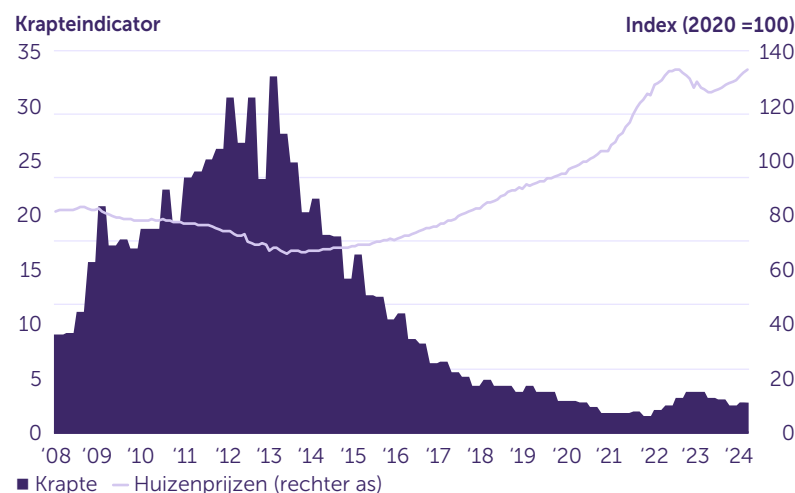
5.2 Huizenmarkt

Na een kortstondige daling van de huizenprijzen stijgen de prijzen weer en zet deze stijging naar verwachting de komende jaren door.

Met name door de stijgende hypotheekrente als gevolg van het verkrappende monetaire beleid (hoofdstuk 1), daalden de huizenprijzen vanaf eind 2022 voor een korte periode. Sinds midden 2023 stijgen de huizenprijzen weer en liggen deze alweer op een recordhoogte (Figuur 34). De vertraagde doorwerking van de hoge inflatie op de loonontwikkeling lijkt momenteel een stuwende kracht achter de hogere huizenprijzen. Ook in reële termen (gecorrigeerd voor inflatie) zijn huizenprijzen de afgelopen jaren behoorlijk gestegen (Figuur 35). Ondanks een behoorlijke daling van de reële huizenprijs in 2023, is de huizenprijsstijging over een langere periode gezien relatief fors ge-

weest. Zo zijn de huizenprijzen relatief sneller gestegen dan het reële beschikbaar inkomen van huishoudens en de reële bouwkosten voor nieuwbouwwoningen (Figuur 35). De relatief forse stijging kan deels worden toegeschreven aan structurele kenmerken van de Nederlandse woningmarkt, waaronder een beperkt aanpassingsvermogen van de woningvoorraad. Een aanvullende verklaring kan zijn dat de vraag naar woningen blijft toenemen door een stijgende bevolkingsomvang, waarbij ook sprake is van een stijgend aantal eenpersoonshuishoudens. Een stijgende vraag naar woningen vertaalt zich bij een relatief constante woningvoorraad relatief snel in hogere prijzen.

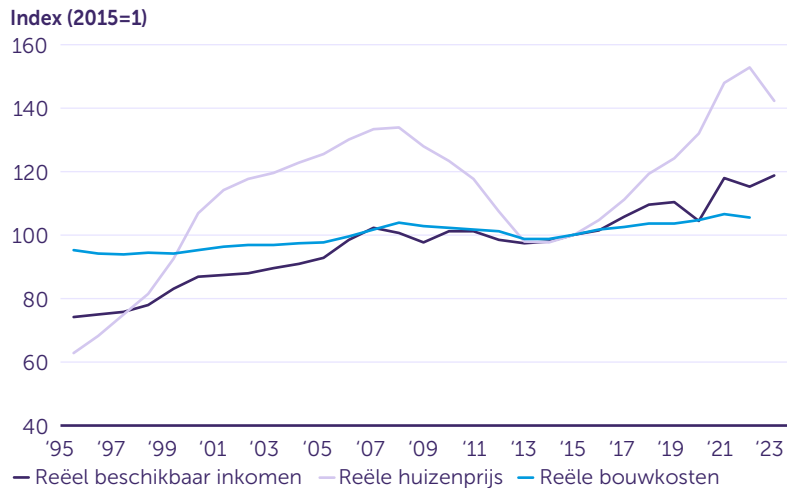
Figuur 34: Nominale huizenprijzen stijgen weer en de krapte neemt toe (bij de krapteindicator geldt hoe lager, hoe krappere de markt). Bron: CBS.



²⁸ Hierbij tellen een aantal beleggingen niet mee, waaronder beleggingen die via de werkgever gekoppeld zijn aan pensioen.

²⁹ [De valkuilen bij 'finfluencers'](#). AFM, december 2021.

Figuur 35: Ook in reële termen zijn huizenprijzen de afgelopen jaren relatief fors toegenomen. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. CBS data.



Het aandeel huizen dat boven de vraagprijs wordt verkocht begint weer toe te nemen en dat maakt huizenkopers kwetsbaar.

De krapte op de woningmarkt begint weer toe te nemen. Er worden momenteel meer woningen verkocht dan dat er woningen op de markt komen. Dit zorgt ervoor dat huizenkopers weer eerder een bod doen boven de vraagprijs. Het percentage woningen dat boven de vraagprijs wordt verkocht is volgens de NVM de afgelopen maanden toegenomen tot rond de 50%. Hoewel dit nog wel onder het hoogtepunt van 2021-2022 ligt is het historisch gezien nog steeds hoog. Een krappe huizenmarkt zorgt ervoor dat huishoudens kwetsbaar kunnen zijn omdat zij hierdoor mogelijk hypotheek met een hogere financieringslast zullen afsluiten dan waar ze eerder op hadden gerekend. Ook zullen zij mogelijk onvoldoende tijd hebben om voorafgaand grondig onderzoek te (laten) doen naar de staat van de woning. Zo kunnen bijvoorbeeld kosten voor funderingsherstel aanzienlijk zijn waardoor kopers in de financiële problemen kunnen komen als zij niet van tevoren van deze problemen op de hoogte waren.

³⁰ De kwaliteit en onafhankelijkheid van woningtaxaties. DNB, 2019.

³¹ De invloed van klimaatverandering op schadeverzekeringen. AFM, oktober 2021.

Gegeven de krappe woningmarkt is het noodzakelijk dat het overheidsbeleid en het gedrag van kredietverstrekkers, adviseurs en taxateurs de vraag niet nog verder stimuleren.

De leennormen hebben op microniveau als doel om woningeigenaren te beschermen tegen overkreditering en restschuld. Het is belangrijk dat er geen verruiming van deze wettelijke hypothecaire leennormen wordt doorgevoerd omdat dit zal leiden tot stimulering van de vraag naar eigen woningen en daarmee tot hogere prijzen. Bovendien worden de normen in internationaal perspectief al royaal geacht. De AFM zal de komende jaren nadrukkelijk blijven toezien op de kredietverstrekking en de naleving van de leennormen voor hypotheek. Tot slot is de rol van de onafhankelijke taxateur belangrijk om te zorgen dat oververhitting van de markt niet wordt bevorderd. Eerder onderzoek toonde aan dat er in de periode 2012-2017 sprake was van een systematische overwaardering bij woningtaxaties. Aanvullend lijkt het erop dat in deze periode de waarde vaak niet onafhankelijk tot stand is gekomen, maar werd gebaseerd op de koopsom. Dit kan oververhitting van de woningmarkt in de hand werken.³⁰ Nu de krapte op de woningmarkt toeneemt en een groot deel van de woningen weer boven de vraagprijs wordt verkocht, is het dus des te belangrijker dat taxateurs een onafhankelijke waardering geven van de waarde van de woning.

Het is ook belangrijk dat klimaatrisico's voldoende worden meegenomen bij de aanschaf van een woning.

In Nederland hebben fysieke klimaatrisico's een aanzienlijke en groeiende impact op de woningmarkt. Voor de Nederlandse woningmarkt zijn funderings- en overstromingsrisico's de meest significante klimaatrisico's omdat deze de grootste financiële gevolgen voor huiseigenaren hebben. Bovendien zijn deze risico's niet verzekeraar en komen de gevolgen hiervan direct bij huiseigenaren terecht.³¹ Het overstromingsrisico van primaire waterkeringen is voor verzekeraars te groot om te dragen, en het risico op verzakkingen is dusdanig concreet dat dit geen onzeker voorval meer is. Daarmee komen de kosten in het geval van schade volledig voor rekening van de consument. Het is belangrijk dat huiseigenaren zich bewust zijn van de risico's die een woning loopt, het feit dat hun verzekering deze kosten niet dekt en van de financiële gevolgen van

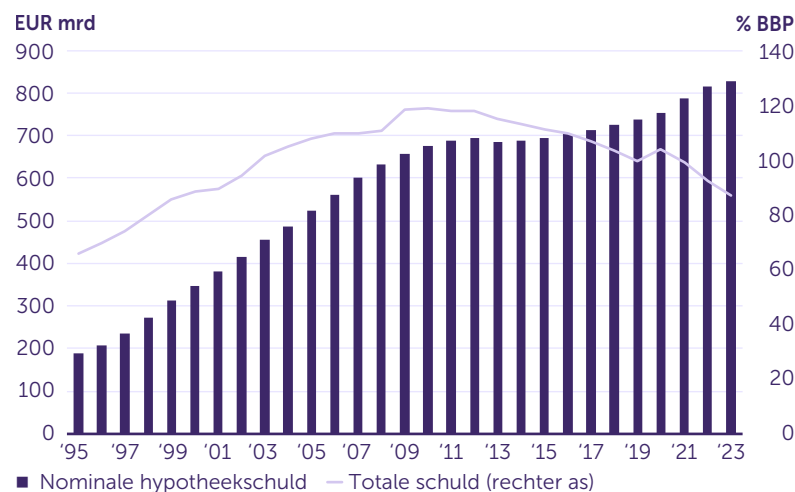
een dergelijk risico. In dit kader is het van belang dat consumenten bij het afsluiten van een verzekering goed geïnformeerd worden over de dekking rondom klimaatgerelateerde risico's.

Momenteel zijn deze klimaatrisico's echter nagenoeg (nog) niet in de huizenprijzen verwerkt. Dit kan leiden tot schadelijke financiële gevolgen voor (potentiële) woningkopers en -eigenaren. Zo kunnen woningkopers een te hoge koopprijs betalen en een te hoge leensom verkrijgen voor de aangekochte woning, kunnen woningeigenaren financiële problemen ervaren wanneer zij geen financieringsruimte hebben om schade aan hun woning te voorkomen of te herstellen, kunnen woningkopers ongewenst te kampen krijgen met woonstress en gezondheids- dan wel veiligheidsrisico's voortkomend uit klimaatrisico's en kunnen woningkopers- en eigenaren door gebrek aan informatie momenteel geen voorzorgsmaatregelen nemen. Zittende huiseigenaren kunnen met vermogensverlies/lagere vermogenswinst te maken krijgen. Om de schadelijke effecten voor potentiële woningkopers- en eigenaren te mitigeren en deze risico's effectief in te prijzen heeft de AFM meerdere opties in kaart gebracht.³² Denk hierbij bijvoorbeeld aan het (laten) formuleren van een gestandaardiseerd en begrijpelijk klimaatlabel.

Ondanks stijgende huizenprijzen is de totale huishoudschuld als percentage van het bbp verder afgenomen en zet deze dalende trend zich de komende jaren voort (Figuur 36). De hoogte van de Nederlandse hypotheekschuld kan risico's met zich meebrengen voor de financiële stabiliteit. Door de op macro-niveau relatief hoge hypotheekschuld kunnen hypotheekverstrekkers potentieel gelijktijdig grote verliezen leiden op hun hypotheekportefeuille. Bovendien kunnen consumenten relatief sterk reageren op waardeveranderingen van de woning, met name als de schuld hoger is dan de waarde van de woning. In 2023 is de schuld als percentage van het bbp verder afgenomen. Dit komt overigens vooral doordat het nominale bbp in 2023 – mede door de inflatie – fors is toegenomen. De nominale hypotheekschuld zelf liet namelijk wel een (beperkte) stijging zien. Ramingen van de Europese Commissie laten bovendien zien dat de

huishoudschuld de komende jaren naar verwachting verder zal dalen. In het basispad daalt de huishoudschuld als percentage van het bbp verder van 87% in 2023 naar 76% in 2033.³³ De dalende huishoudschuld maakt de Nederlandse huishoudens weerbaarder voor financiële schokken en draagt zo bij aan een verbetering van de financiële stabiliteit. Deze weerbaarheid verschilt wel per type huishouden. Zo zijn vooral jongeren die recent een huis hebben gekocht kwetsbaarder omdat deze groep vaak een hogere loan-to-income (lti) en loan-to-value (ltv) heeft (Figuur 37).

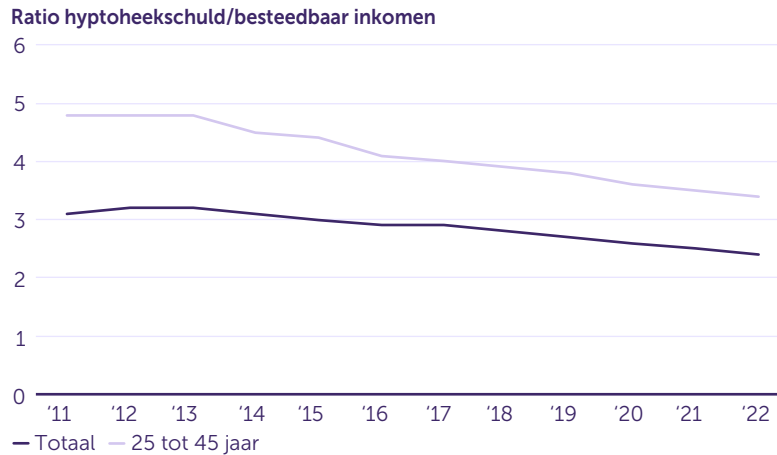
Figuur 36: Gedaalde huishoudschuld (%bbp) maakt Nederlandse huishoudens weerbaarder voor financiële schokken. Bron: CBS.



³² Inprijzen klimaatrisico's op de woningmarkt, AFM, november 2024.

³³ In-depth review 2023 - The Netherlands, Europese Commissie, mei 2023.

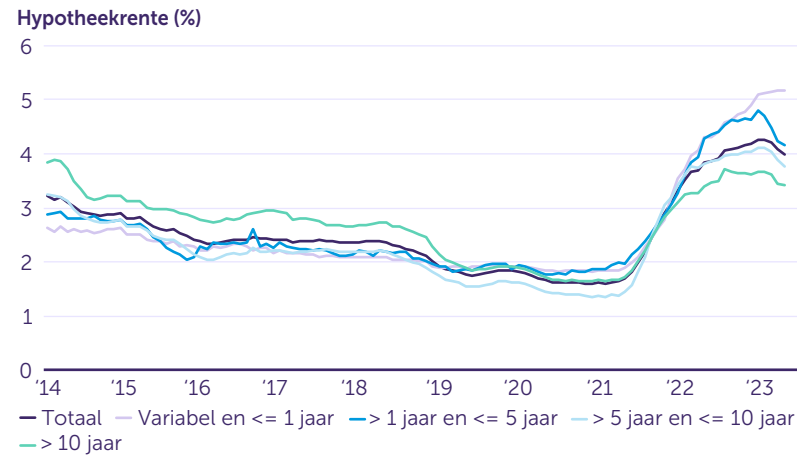
Figuur 37: Jongere huishoudens hebben doorgaans een hogere verhouding tussen hun hypotheekschuld en hun besteedbaar inkomen. Bron: CBS.



De gestegen rente leidt naar verwachting niet direct tot grote herfinancieringsrisico's voor Nederlandse huishoudens, maar dit hangt ook af van verdere externe ontwikkelingen. Nederlandse huishoudens zetten hun hypotheekrente doorgaans voor 10 jaar of langer vast. Dit zorgt ervoor dat zij doorgaans niet direct te maken zullen krijgen met herfinancieringsrisico's. Bovendien is het vaak zo dat gedurende de rentevastperiode ook sprake is van loongroei waardoor eventuele hogere rentelasten als gevolg van een hogere hypotheekrente toch kunnen worden opgevangen. Ook geldt dat de hogere rentelasten deels wordt gedempt door de hypotheekrenteaftrek. Voor huishoudens die hun hypotheekrente korter dan tien jaar hebben vastgezet geldt dat bij de hypotheekverstrekking wordt uitgegaan van de door de AFM vast te stellen toetsrente. Deze toetsrente bedraagt minimaal vijf procent. Hoewel de hypotheekrente behoorlijk is gestegen bevindt deze zich voor de meeste rentevastperiodes voor nieuwe hypotheekrentes onder de vijf procent (Figuur 38). De gemiddelde rente voor alle uitstaande woninghypotheekrentes bedraagt momenteel rond de 2,5% (Figuur 39). Toch kunnen betalingsrisico's en betalingsachterstanden in de toekomst toenemen, bijvoorbeeld als gevolg van toeneemende krapte op de woningmarkt, een stijging van de werkloosheid,

druk op de koopkracht of door veranderingen in wet- en regelgeving.

Figuur 38: Rente op nieuwe hypotheekrentes voor alle rentevastperiodes is toegenomen maar blijft dichtbij/onder de toetsrente van 5%. Bron: DNB data.



Figuur 39: Gemiddelde bancaire rente op uitstaande woninghypotheekrentes van huishoudens is iets toegenomen, maar historisch gezien nog steeds laag.

Bron: DNB data.

