

Verslag Financieel Stabiliteitscomité 8 oktober 2021

In het Financieel Stabiliteitscomité (FSC) spreken vertegenwoordigers van de Autoriteit Financiële Markten, 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 huizenmarkt was deze keer ook de directeur Wonen van het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties als externe deskundige aanwezig. De President van DNB is voorzitter van het FSC.

In de vergadering van 8 oktober 2021 heeft het FSC gesproken over de actuele economische en financiële ontwikkelingen. Bij de huizenmarkt richtte de discussie zich vooral op de risicogewichten van hypotheekportefeuilles van banken en de ontwikkeling van aflossingsvrije hypotheeken. Daarnaast is gesproken over liquiditeitsrisico's bij pensioenfondsen en over cyberrisico's.

Actuele ontwikkelingen en risico's financiële stabiliteit

Het economisch herstel zet zich nog altijd stevig voort en verloopt op dit moment gunstiger dan verondersteld werd in eerdere ramingen. Mede door de ruime budgettaire en monetaire steunmaatregelen zijn de economische gevolgen van de coronacrisis uiteindelijk veel minder ingrijpend geweest dan aanvankelijk werd gevreesd. Ook hebben zich geen zichzelf versterkende effecten voorgedaan in het financieel systeem en zijn banken door de opgebouwde buffers goed weerbaar gebleken.

Tegelijkertijd doen zich op dit moment verschillende belangrijke onzekerheden voor. Ten eerste blijft het verdere verloop van de pandemie lastig te voorspellen. De Nederlandse economie lijkt wel beter uitgerust om met eventueel nieuwe contactbeperkende maatregelen om te gaan, maar voor duurzame economische groei is ook een evenwichtig herstel in de rest van de wereld van groot belang. De problemen in de vastgoedsector in China lijken daarbij vooralsnog vooral binnenlands van aard te zijn. Een andere onzekerheid is gelegen in de gevolgen van de beperkte dynamiek in het bedrijfsleven in het afgelopen anderhalf jaar en de effecten van het beëindigen van de generieke steunmaatregelen per 1 oktober

in samenhang met de tijdens de pandemie opgebouwde extra schulden. Ook kan de recente forse stijging van de energieprijzen tot economische verstoringen leiden. Dit hangt onder andere af van de vraag of deze stijging een tijdelijk of meer permanent karakter heeft. De gevolgen voor financiële instellingen worden zorgvuldig gemonitord. Inzichten uit de eerdere klimaatstresstest van DNB, waarbij in sommige scenario's de energieprijzen ook fors oplopen, kunnen hierbij helpen. De belangrijkste risico's van hogere energieprijzen lopen via het sentiment op financiële markten en de macro-economische impact op bedrijven en huishoudens als de stijging meer langdurig van aard is. De hogere energieprijzen kunnen overigens ook een stimulans zijn voor het zorgvuldiger omgaan met energie en het versnellen van de energietransitie. Tenslotte kunnen ook de wereldwijde aanbodbeperkingen in de productieketens die zich op dit moment voordoen, bijdragen aan oplopende inflatie en de economische groei neerwaarts beïnvloeden. De verwachting is dat de inflatie dit jaar zal pieken om vervolgens weer te dalen. De gevolgen van de aanbodbeperkingen zijn afhankelijk van de duur en de vraag of gestegen prijzen hun weg vinden in de loonontwikkeling, waarbij vervolgens ook onduidelijk is in welke mate de stijging van de prijzen verankerd raakt en zich vertaalt in een hogere inflatie en op welk niveau.

Het FSC heeft gesproken over de belangrijkste risico's voor financiële stabiliteit. Kwetsbaarheden doen zich vooral voor vanwege de oververhitting op de huizenmarkt en de gevolgen van een zoektocht naar rendement (*search for yield*) in de huidige lage-rente-omgeving. De hoge waarderingen op financiële markten komen tot uiting in historisch hoge koers-winstverhoudingen die in belangrijke mate gebaseerd zijn op de veronderstelling dat de rente nog lange tijd laag blijft. Dit beeld kan snel keren als de inflatie en rente onverwacht op een structureel hoger niveau zouden komen te liggen.

Nu de economie zich in een nieuwe fase bevindt, is het van belang om ook de reguliere begrotingsdiscipline weer te herstellen. In totaal zijn afgelopen anderhalf jaar ongeveer EUR 80 miljard extra begrotingsuitgaven gedaan. Het FSC steunt het aflopen van de generieke steunmaatregelen per 1 oktober zodat

de reguliere dynamiek in de economie kan terugkeren. Verder acht het FSC het van belang om op korte termijn terug te keren naar een transparant en solide begrotingsproces met duidelijke regels en centrale besluitvorming, zodat een integrale afweging kan worden gemaakt.

Risicogewichten hypotheekportefeuilles en aflossingsvrije hypotheken

De huizenprijzen in Nederland zijn in het afgelopen jaar fors verder gestegen. Dit komt door een combinatie van gunstige financieringscondities, waaronder de lage rente, de geldende fiscale regelgeving en structurele knelpunten op de huizenmarkt, waarbij vraag en aanbod in zowel de koop- als de huursector niet goed op elkaar aansluiten. Doordat banken in de afgelopen jaren weinig verliezen hebben geleden op hun hypotheekleningen en de *loan-to value* ratio van uitstaande hypotheekleningen is verbeterd door de sterk gestegen huizenprijzen, houden zij op basis van hun interne modellen steeds minder kapitaal aan om onverwachte verliezen op te vangen. Tegelijkertijd is het systeemrisico voor de financiële sector als geheel als gevolg van de aanhoudende oververhitting op de huizenmarkt juist toegenomen. De Nederlandse economie is relatief gevoelig voor schommelingen in huizenprijzen. DNB heeft daarom definitief besloten om per 1 januari 2022 een ondergrens voor de risicoweging van hypotheekportefeuilles in te voeren. Dit zorgt ervoor dat banken een zekere minimum hoeveelheid kapitaal aan moeten houden ten opzichte van hun hypothecaire uitzettingen.

In het licht van de hoge huizenprijzen nemen ook de zorgen over risicovol leengedrag bij kopers toe. Het FSC waarschuwt voor de kwetsbaarheden die hierdoor kunnen ontstaan. Huishoudens maken steeds meer gebruik van de maximale leenruimte op basis van hun inkomen. Dit maakt hen gevoelig voor prijs- en inkomensschokken. Ook lenen vooral starters veel ten opzichte van de woningwaarde. Daarnaast neemt voor het eerst sinds 2013 de productie van aflossingsvrije hypotheek weer toe, waarbij huizenkopers ervoor kiezen om een deel van hun hypotheek niet af te lossen. Het is belangrijk dat banken en andere hypotheekverstrekkers de leennormen zorgvuldig en kritisch blijven toepassen en erop toezien dat huiseigenaren ook bij een eventuele omslag in de huizenmarkt niet in problemen komen en hun verplichtingen goed kunnen

dragen. Specifiek is van belang dat de mogelijkheden in de Gedragscode Hypothecaire Financieringen om uitzonderingen te maken verantwoord worden toegepast. De AFM doet hier momenteel onderzoek naar. Het FSC heeft gesproken over deze ontwikkeling en bevindingen van internationale organisaties, waaronder de ECB, die wijzen op de risico's van de hoge hypotheekschuld en het hoge aandeel aflossingsvrije hypotheek in Nederland. De keuze van huizenkopers om een deel van hun hypotheek niet af te lossen, kan goed passen in de Nederlandse situatie met hoge verplichte pensioenbesparingen en individuele keuzes om sparen en consumptie over de jaren heen te spreiden. Tegelijkertijd draagt het steeds meer gebruiken van de volledige financieringsruimte bij aan verdere prijsstijgingen op de huizenmarkt. Tegen deze achtergrond nemen ook de risico's voor het financieel systeem toe. Dit betreft vooral negatieve tweede-orde effecten, waarbij financiële instellingen indirect worden geraakt via het effect van een huizenprijscorrectie op de economie.

Het FSC heeft gesproken over de wenselijkheid en mogelijkheden om het aandeel aflossingsvrije te doen verminderen. Alle betrokken partijen moeten goed blijven beoordelen of de uitzonderingsbepalingen van de Gedragscode inzake aflossingsvrijlenen niet te ruimhartig of oneigenlijk worden gebruikt. Daarnaast kunnen banken, in aanvulling op een eerder [initiatief](#), verdere stappen zetten om de risico's van aflossingsvrije hypotheek te verminderen en bij mogelijke problemen tot gerichte oplossingen te komen.

Het FSC blijft de ontwikkelingen op de huizenmarkt nauwlettend volgen en zal bij de volgende vergadering opnieuw spreken over de huizenmarkt vanuit integraal perspectief, met ook aandacht voor de samenhang tussen kopen en huren en leennormen. Tot slot wijst het FSC op de noodzaak om tot een integraal pakket aan maatregelen te komen om de woningmarkt te hervormen.

Liquiditeitsrisico's pensioenfondsen

Nederlandse pensioenfondsen en hun uitvoerders beheren een grote portefeuille rentederivaten. Door de grote bedragen die gepaard gaan met

margeverplichtingen op deze derivaten, zijn zij ook een belangrijke speler op de Europese geldmarkt. Tijdens een [eerdere vergadering](#) heeft het FSC gesproken over de ontwikkelingen bij vermogensbeheerders direct na het uitbreken van de pandemie in maart 2020. De grote volatiliteit op financiële markten leidde op dat moment tot hoge margeverplichtingen die in cash moesten worden voldaan. Hierdoor ontstond ook druk op de geldmarkt. Naar aanleiding van deze bespreking hebben DNB en de AFM daarom nader onderzoek gedaan naar liquiditeitsrisico's bij de grootste Nederlandse pensioenfondsen.

Op basis van standaardrapportages vanuit EMIR-regelgeving en het FTK, hebben de AFM en DNB een eerste inschatting gemaakt van de rentegevoeligheid van de rentederivatenportefeuilles van pensioenfondsen. Vervolgens is gekeken naar de potentiële schokbestendigheid door te analyseren welk deel van de balans pensioenfondsen op korte termijn liquide zouden kunnen maken als opnieuw stress in financiële markten zou ontstaan. De resultaten van deze voorlopige analyse laten zien dat pensioenfondsen en hun uitvoerders in beginsel goed in staat zijn om aan hun margeverplichten te voldoen, maar dat in een periode van systeembrede stress waarbij rentes plotseling sterk stijgen de margeverplichtingen snel kunnen oplopen. Om hieraan te kunnen voldoen is toegang tot een liquide geldmarkt vereist. Als deze tegelijkertijd geheel of gedeeltelijk opdroogt, dan kan het voor pensioenfondsen en hun uitvoerders een uitdaging zijn om aan de margeverplichtingen voldoen.

De komende tijd zullen de AFM en DNB onder andere verder werken aan het verbeteren van de datakwaliteit en de resultaten van de analyse nader beoordelen. Op basis daarvan kunnen ook mogelijke beleidsconclusies worden getrokken. Deze zouden onder andere gezocht kunnen worden op het vlak van de schokbestendigheid van pensioenfondsen, het functioneren van de geldmarkt en liquiditeitstransformatie ten behoeve van margeverplichtingen rond centrale tegenpartijen. Dit dient in samenhang te worden gezien met verschillende lopende nationale en internationale beleidsdossiers, zoals de uitwerking van het nieuwe pensioencontract en de herziening van de Europese geldmarktffonds-

verordening. Het vervolgonderzoek en de opvolging van de bevindingen zullen in een volgende bijeenkomst van het FSC worden besproken.

Cyberrisico's

Het aantal cyberincidenten neemt toe. In de afgelopen jaren hebben DNB en de AFM veel aandacht besteed aan het vergroten van de weerbaarheid van individuele instellingen tegen cyberrisico's. De uitdaging is om ook de implicaties voor het financieel systeem als geheel in beeld te brengen. Deze kunnen ontstaan door systeemrelevantie van bepaalde partijen, concentratierisico's en onderlinge verwevenheid. In het FSC heeft een verkennende bespreking plaatsgevonden van cyberrisico's vanuit een dergelijk macroprudentieel perspectief. Ook in internationaal verband krijgt dit onderwerp steeds meer aandacht.

Het FSC benadrukt dat het beperken van cyberrisico's, begint bij het vergroten van de bewustwording van de kwetsbaarheden en mogelijke gevolgen. Er zijn aanwijzingen dat sommige sectoren, waaronder vermogensbeheerders, nog achterblijven. Daarnaast moeten toezichthouders en regelgevers aandacht blijven besteden aan cyberrisico's en de mogelijke systeemimpact beter in beeld brengen. Hiertoe werkt DNB aan het ontwikkelen van verschillende scenario's om kwetsbaarheden in het financieel systeem te identificeren (macroprudentiële cyberstresstest). Daarbij doen zich verschillende uitdagingen voor, waaronder het verder uitwerken van een analytisch raamwerk en de beschikbaarheid van data over de wijze waarop kritieke IT-processen zijn ingericht.

Verder speelt voor toezichthouders op dit moment nog de vraag op welke wijze zij systeembrede cyberrisico's goed aan kunnen pakken. Traditionele macroprudentiële instrumenten, zoals het verhogen van kapitaal- of liquiditeitsbuffers hebben beperkt nut bij problemen die operationeel van aard zijn. Daarom kan gedacht worden aan andere maatregelen, zoals het stellen van een limiet op operationele concentraties, het aanwijzen van systeemrelevante service- of technologieproviders, het vaststellen van risicotolerantie-limieten of

het opleggen van hogere weerbaarheidsvereisten. Dergelijke elementen liggen momenteel ook op de Europese tekentafel.

DNB verwacht medio volgend jaar de eerste uitkomsten van haar analyse te kunnen presenteren. Op basis daarvan zal het FSC in haar vergadering van mei volgend jaar nader over cyberrisico's spreken.

Volgende vergadering

De eerstvolgende vergadering van het FSC vindt in februari of maart volgend jaar plaats. Daarin zal onder andere verder gesproken worden over de algemene ontwikkelingen op de huizenmarkt. De planning en vervolgbespreking van de overige onderwerpen is afhankelijk van de ontwikkelingen in de komende periode. De definitieve agenda wordt enkele weken voorafgaand aan de vergadering vastgesteld.