

Verslag Financieel Stabiliteitscomité 17 februari 2023

In het Financieel Stabiliteitscomité (FSC) spreken vertegenwoordigers van de Autoriteit Financiële Markten (AFM), De Nederlandsche Bank (DNB) en het ministerie van Financiën over ontwikkelingen op het gebied van financiële stabiliteit in Nederland. Het Centraal Planbureau (CPB) neemt als externe deskundige deel aan de vergaderingen.

In de vergadering van 17 februari 2023 heeft het FSC gesproken over de actuele ontwikkelingen en risico's voor financiële stabiliteit. Daarnaast is gesproken over een onderzoek naar liquiditeitsrisico's bij pensioenfondsen. Het FSC vindt het belangrijk om opvolging te geven aan dit onderzoek en doet daarom een aanbeveling aan DNB en de AFM om risicogebaseerd en daarmee vooral gericht op grote pensioenfondsen en betrokken uitvoerende vermogensbeheerders de liquiditeitsrisico's nader in kaart te brengen en – indien nodig - maatregelen te laten nemen om deze risico's te beheersen. Tot slot heeft het FSC een verkennende bespreking gehouden van beleidsopties als zich uitzonderlijke schokken in het financieel systeem zouden voordoen, die met name de liquiditeit zouden raken.

Actuele ontwikkelingen en risico's financiële stabiliteit

De Nederlandse economie toont zich verrassend veerkrachtig, zeker in internationaal perspectief, na het eerdere sterke herstel vanuit de coronacrisis. Met een economische groei van 0,6% in het vierde kwartaal van 2022 is op basis van de huidige data een technische recessie uitgebleven en ook de werkloosheid is nog altijd historisch laag. Financiële markten kenmerken zich in toenemende mate door een positief sentiment en lijken zich minder zorgen te maken over economische en geopolitieke onzekerheden. Financiële instellingen zijn vooralsnog voldoende weerbaar gebleven en laten de afgelopen periode goede resultaten zien met vooralsnog geen zichtbare toename van kredietrisico's. Wel is het van belang om de goede solvabiliteits- en liquiditeitsposities in stand te houden gezien het onzekere beeld, en alert te blijven op cyberrisico's.

Mede door de sterke stijging van de hypotheekrente vindt momenteel een omslag plaats op de huizenmarkt. In de economische ramingen wordt een beperkte daling van de huizenprijzen in de komende 2 jaar voorzien. Dit leidt niet direct tot risico's voor financiële stabiliteit doordat de uitgangspositie van huishoudens en kredietverstrekkers beter is dan bijvoorbeeld tijdens de financiële crisis van 2008/2009. Hierdoor doet zich bij een prijsdaling minder snel het effect van onderwaterproblematiek voor. Kwetsbaarheden zijn vooral

geconcentreerd bij specifieke groepen huishoudens, waaronder starters die kortgeleden een huis hebben gekocht met een hoge lening ten opzichte van het onderpand (*loan-to-value*). Ook de omvang aflossingsvrije hypotheekleningen is nog altijd erg hoog. Verder kunnen zich negatieve effecten voordoen via een algehele verslechtering van het consumentenvertrouwen. Vanuit het belang om de komende jaren ook meer aanbod te creëren, uit het FSC zorgen over het eventueel stilvallen van investeringen en het achterblijven van nieuwbouwproductie. Dit kan ook een negatieve invloed op de economische groei hebben.

De gasprijs is afgelopen maanden sterk gedaald door de relatief milde winter, de in het afgelopen jaar opgebouwde hoge voorraden en daling van de vraag. Ook initiatieven voor verduurzaming en structurele verschuiving in de economie dragen daaraan bij, al zijn de prijsprikkels daartoe gedeeltelijk weggefallen. De gasprijs bevindt zich nu ruim onder het niveau van het Europese marktprijsplafond dat op 15 februari in werking is getreden. Voor komend jaar blijft het risico van energieschaarste bestaan, bijvoorbeeld doordat Europa niet beschikt over voldoende langlopende contracten om LNG te kopen, waardoor in de toekomst de gasprijs weer sterk kan oplopen, zeker nu de Chinese economie heropent en weer aantrekt en China naar verwachting ook weer meer LNG zal vragen. Ook kan een strenge winter tot een hogere vraag leiden. Structurele maatregelen om energieconsumptie te reduceren en duurzame energiebronnen aan te boren blijven dus cruciaal. Energiemarkten functioneren op dit moment goed. Niettemin blijft waakzaamheid geboden. Maatregelen die ingrijpen op de vrije totstandkoming van prijzen op de (TTF) gasmarkt en derivatenmarkten kunnen ten koste gaan van een adequaat functioneren van deze markten en daarmee uiteindelijk ook averechts uitwerken op de ordentelijke afwikkeling van onderliggende derivatenposities.

Door de daling van de energieprijzen zal ook de headline-inflatie afnemen. De kerninflatie zal echter niet in hetzelfde tempo dalen, omdat prijsstijgingen zich al breder hebben verspreid in de economie via de dienstensector en een stijging van de lonen wordt verwacht. Markten lijken er onvoldoende rekening mee te houden dat verdere verkrapping van financiële condities noodzakelijk kan zijn, zolang het inflatiebeeld niet voldoet aan de ECB-doelstelling van 2% op middellange termijn. Als de inflatie- en renteontwikkelingen tegenvallen ten opzichte van wat de markten op dit moment inprijzen, kan zich een schoksgewijze aanpassing van activaprijzen en verhoogde volatiliteit voordoen.

Het FSC steunt de herziening van het Stabiliteits- en Groeipact waar in Europa aan wordt gewerkt. De overstap naar een systematiek van uitgavenregels en schuldhoudbaarheidsanalyse moet tot meer transparantie leiden en minder mogelijkheden om van de afspraken af te wijken. Daarbij is het ook belangrijk om de handhaving te versterken en te waarborgen dat schuldafbouw ook daadwerkelijk plaats vindt.

Onderzoek liquiditeitsrisico's pensioenfondsen

Nederlandse pensioenfondsen en hun uitvoerders hebben veelal grote derivatenposities, met name om rente- en valutarisico's te beheersen. In geval van een hoge mate van volatiliteit op financiële markten kunnen zij met omvangrijke marginverplichtingen worden geconfronteerd en behoefte bestaat aan liquiditeit om hieraan te voldoen. Als dit grootschalig gebeurt, kan ook druk ontstaan op onderliggende markten, waardoor minder liquiditeit beschikbaar is. Deze risico's worden in zekere mate geïllustreerd door de marktonrust in maart 2020 en de gebeurtenissen in het VK in oktober vorig jaar, waarbij pensioenfondsen aldaar op grote schaal Britse overheidsobligaties verkochten. Vanwege het aflopen van de vrijstelling op decentrale clearingverplichting in juni 2023 in de Europese Unie, zullen pensioenfondsen hun marginverplichtingen voortaan ook vaker in cash moeten voldoen, waardoor de genoemde risico's toenemen.

Nederlandse pensioenfondsen en de betrokken uitvoerende vermogensbeheerders beschikken in het algemeen over een goede liquiditeitspositie, waardoor liquiditeitsrisico's kunnen worden opgevangen. Dit neemt niet weg dat ze in uitzonderlijke omstandigheden kwetsbaar kunnen zijn, vooral als de geldmarktrente in korte tijd sterk stijgt en marktpartijen niet zoals gebruikelijk via repomarkten voor korte tijd en tegen onderpand liquiditeit aan kunnen trekken. Vanwege de omvang van de Nederlandse pensioensector kan dit op Europees niveau tot systeemrelevante effecten leiden.

DNB en de AFM hebben een onderzoek uitgevoerd naar de liquiditeitsrisico's bij pensioenfondsen. Het FSC herkent het beeld en erkent het belang om vervolgstappen te nemen om deze risico's zorgvuldig te adresseren. Het FSC doet daarom een aanbeveling aan DNB en de AFM om risicogebaseerd en daarmee vooral gericht op grote pensioenfondsen en betrokken uitvoerende vermogensbeheerders nader in kaart te brengen welke liquiditeitseffecten zich kunnen voordoen in geval van een sterke stijging van de rente op de geldmarkt en het tijdelijk opdrogen van de repomarkten. Het doel is om op basis hiervan

good practices te ontwikkelen voor een beheerste bedrijfsvoering en adequaat risicomanagement en – indien nodig – preventieve of mitigerende maatregelen te laten nemen om potentiële liquiditeitsrisico's te beheersen. Daarbij kan ook worden bezien of in het vervolg eventueel aanpassingen in regelgeving nodig zijn. Dit zou ook goed aansluiten bij [aanbevelingen](#) van de *Financial Stability Board* om het regelgevend raamwerk in de niet-bancaire financiële sector te versterken.

Interventiemogelijkheden bij extreme schokken in het financieel systeem

Tot slot heeft het FSC een verkennende bespreking gehouden over de beschikbare maatregelen en de samenwerking tussen de toezichthouders, centrale bank en overheid als zich uitzonderlijke schokken in het financieel systeem zouden voordoen (zogenoemde staartrisico's). Dit vereist een goede samenwerking tussen alle betrokken partijen. Interventies moeten dan tijdelijk, gericht en effectief zijn en niet tot onnodige risico's in het financieel systeem of voor de balans van de centrale bank leiden.

Het FSC erkent het belang om de bestaande afspraken regelmatig te herijken. Daarbij is ook aandacht nodig voor continuïteit van bedrijfsvoering en de mogelijke impact van cyberrisico's. Verder is specifieke aandacht nodig voor de vraag in hoeverre maatregelen aangrijpen bij het banksysteem en hoe dit zich verhoudt tot de rol en het functioneren van het niet-bancaire deel van het financieel systeem.

Volgende vergadering

De volgende vergadering vindt plaats op woensdag 7 juni 2023. De agenda wordt enkele weken voorafgaand aan de vergadering vastgesteld.