



TER BESLISSING
Aan
de minister

Alhosa
/ LW 5/2

**Directie Financiële
Markten**

Persoonsgegevens

nota

Verslag NL FSC 1 december 2023

Datum
29 januari 2024

Notanummer
2024-0000082411

Bijlagen
1. FSC verslag
2. Persbericht
3. Brief TK
4. Brief EK

Aanleiding

Op 1 december jl. heeft het Nederlands Financieel Stabiliteitscomité (FSC) vergaderd. Het verslag (bijlage 1) van deze vergadering wordt door u aan de Eerste Kamer en Tweede Kamer (TK) gestuurd. De Nederlandsche Bank (DNB) stuurt meteen daarna een persbericht (bijlage 2) uit met de bevindingen van het overleg.

Beslispunten

1. Wij adviseren u in te stemmen met het verzenden van het verslag van het FSC aan de EK en TK en verzoeken u daartoe de bijgevoegde brieven te ondertekenen.
2. Graag ook uw akkoord voor het openbaar maken van de nu voorliggende nota, conform de beleidslijn Actieve openbaarmaking nota's.

Kernpunten

- Het FSC is een overlegorgaan bestaande uit vertegenwoordigers van de Nederlandsche Bank (DNB), de Autoriteit Financiële Markten (AFM), en de minister van Financiën. Vertegenwoordigers van de minister zijn de thesaurier-generaal en de directeur financiële markten. De deelnemers komen ten minste tweemaal per jaar bijeen onder voorzitterschap van de president van DNB. Het Centraal Planbureau (CPB) woont als externe deskundige de bijeenkomst van het FSC bij. Sinds 2022 heeft het FSC een basis in de wet, waarmee opvolging is gegeven aan internationale aanbevelingen (van o.a. het IMF).
- Het FSC heeft als doel de risico's voor de financiële stabiliteit in Nederland te signaleren en daarover eventuele aanbevelingen te doen. MinFin en het CPB nemen geen deel aan de besluitvorming.
- Het FSC heeft op 1 december jl. gesproken over:
 - Actuele economische risico's en risico's financiële stabiliteit, waaronder de stand van de NLse economie en inflatieverwachtingen, geopolitieke spanningen en economische fragmentatie en de transitie naar hogere rentes en kwetsbaarheden.
 - De uitkomsten van een onderzoek naar liquiditeitsrisico's bij pensioenfondsen en betrokken uitvoerende vermogensbeheerders; Leennormen op de woningmarkt;
 - Een verzoek van de Eerste Kamer met betrekking tot de verslaglegging van het FSC.
- DNB stelt naar aanleiding van de FSC vergaderingen en aanbevelingen een verslag op. De minister van Financiën zendt afschriften van deze verslagen

aan de beide kamers. Onder toelichting vindt u een samenvatting van het verslag.

Toelichting

Actuele economische en financiële ontwikkelingen

- **Ondanks dat de Nederlandse economie al drie kwartalen licht krimpt, daalt de inflatie.** Hogere rentes hebben de kosten van leningen voor huishoudens, bedrijven en de overheid verhoogd. Tegelijkertijd zijn huizenprijzen sinds de zomer van 2023 gestabiliseerd. Daarnaast blijft de arbeidsmarkt naar verwachting de komende jaren krap, waardoor de werkloosheid laag blijft. Dit draagt bij aan hogere loongroei. De inflatieontwikkeling in 2024 is omgeven met onzekerheid en zal sterk afhangen van loongroei en (geo)politieke ontwikkelingen.
- **De snelle transitie naar hogere rentes verandert de risico's voor de financiële stabiliteit.** Hogere rentes zijn in beginsel gunstig voor financiële instellingen, omdat deze gepaard kunnen gaan met hogere bancaire winsten en hogere dekkingsgraden bij pensioenfondsen. Daarnaast hebben beleggers door hogere rentes minder de prikkel om in risicovollere activaklassen te beleggen en wordt de schuldopbouw afgeremd.
- **De transitie naar hogere rentes kan echter ook eerder opgebouwde kwetsbaarheden blootleggen en daarmee risico's voor de financiële stabiliteit creëren.** Ten eerste is de transitie naar hogere rentes in beginsel negatief voor de schuldhoudbaarheid van bedrijven en overheden. Voor overheden zijn gezonde overheidsfinanciën van belang, zodat spanningen in de obligatiemarkten, zoals in de Britse gilts markt een jaar geleden, voorkomen worden. Het advies van de Studiegroep Begrotingsruimte vormt daarbij een belangrijk uitgangspunt.¹ Gezonde overheidsfinanciën stellen de Nederlandse economie in staat om weerbaar te zijn bij (internationale) schokken. Daarnaast is consistent overheidsbeleid van belang voor private partijen om lange-termijn investeringen in Nederland te doen.
- Ten tweede kunnen kredietrisico's voor financiële instellingen de komende tijd oplopen. Als de rentelasten van consumenten en bedrijven toenemen, kunnen meer klanten in betalingsproblemen komen. De huidige gegevens laten echter nog relatief weinig betalingsachterstanden zien. Hoewel banken winstgevender zijn door hogere netto rentebaten, dient daarom rekening gehouden te worden met hogere financieringskosten en toenemende kredietrisico's.
- **Als open economie is Nederland afhankelijk van ontwikkelingen in het buitenland.** Geopolitieke spanningen hebben daarmee rechtstreeks invloed op de Nederlandse economie. Zo kan economische fragmentatie leiden tot verstoringen in productieketens en de Nederlandse handels- en investeringspositie aantasten².

Uitkomstenonderzoek naar liquiditeitsrisico's bij pensioenfondsen

- **In het FSC zijn de uitkomsten van het door DNB en AFM uitgevoerde onderzoek naar liquiditeitsrisico's uit hoofde van derivatenportefeuilles bij pensioenfondsen en betrokken uitvoerende vermogensbeheerders besproken.** In het onderzoek hebben een aantal grote pensioenfondsen en betrokken pensioenuitvoeringsorganisaties (PUO's) in een liquiditeitsstresstest vier verschillende stressscenario's doorgerekend. Deze stressscenario's bevatten stevige rente- en valutaschokken, alsmede beperkingen in de toegankelijkheid van de repomarkt.³

¹ Zie <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/publicaties/2023/12/12/17e-studiegroep-begrotingsruimte>.

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

³ De repomarkt is een belangrijke bron om aan liquiditeit te komen voor financiële instellingen.

- **Uit het onderzoek blijkt dat de pensioenfondsen en PUO's in de stress scenario's in staat zijn om aan de margeverplichtingen uit hoofde van hun derivatenpositie te voldoen.** Ze maken gebruik van diverse liquiditeitsbronnen zoals deposito's, repo's, onttrekkingen uit geldmarktfondsen en de inzet van hoogwaardig schuldpapier als onderpand, in plaats van cash. In geen van de scenario's hoeft te worden overgegaan op massale verkoop van kortlopend schuldpapier (of andere activa). Hierdoor is de kans op grote prijsschokken vanwege *fire sales* beperkt.
- **Het FSC bespreekt verder dat de liquiditeitsdruk zal toenemen door de afname van de mogelijkheid om margeverplichtingen in hoogwaardig schuldpapier te voldoen, omdat de vrijstelling voor verplichte centrale clearing van derivaten voor pensioenfondsen komt te vervallen.**⁴ Wel zal dit geleidelijk gebeuren, omdat de centrale clearingverplichting alleen voor nieuwe transacties geldt. Daartegenover staat dat het nieuwe pensioencontract mogelijk een neerwaartse druk op de liquiditeitsbehoefte geeft. De precieze impact is nog onduidelijk en zal sterk afhangen van de exacte renterisicoafdekking onder het nieuwe pensioencontract.
- **In de context van het belang van goede regelgeving voor geldmarktfondsen en de stabiliteit van de Europese repomarkt,** benadrukt het FSC het belang van liquide instrumenten voor geldmarktfondsen, vooral in tijden van liquiditeitsschokken. Het bespreekt ook de cruciale rol van hoogwaardig onderpand, zoals staatsobligaties, voor repotransacties en de noodzaak van een goed functionerende repomarkt, zelfs in stressperiodes.
- **Daarnaast wordt de toenemende liquiditeitsdruk besproken door de afschaffing van de vrijstelling voor verplichte centrale clearing van derivaten voor pensioenfondsen.** Hoewel de exacte impact onduidelijk is, kan het nieuwe pensioencontract mogelijk een neerwaartse druk op de liquiditeitsbehoefte uitoefenen. De FSC-leden ondersteunen daarom aanbevelingen, zoals het monitoren van de liquiditeitspositie van pensioenfondsen en het versterken van het macroprudentieel raamwerk voor niet-bancaire financiële instellingen, inclusief geldmarktfondsen. Deze aanbevelingen moeten worden geïntegreerd in bestaande DNB good practices over het liquiditeitsrisicomanagement van pensioenfondsen.

Leennormen op de woningmarkt;

- **Het FSC bespreekt twee studies van het CPB ([studie 1](#), [studie 2](#))⁵ naar de effecten van de loan-to-income ratio op de woningmarkt.** De studies laten zien dat strengere leennormen op hypotheek, zoals de LTI, welvaartseffecten hebben en de toegankelijkheid tot de koopwoningenmarkt beperken. Het FSC ziet de beschikbaarheid van woningen, met name in het middenhuursegment, als belangrijk voor een goed functionerende woningmarkt.
- **FSC-leden constateren dat de woningmarkt sinds de financiële crisis minder procyclisch is geworden.** De genomen maatregelen ten aanzien van leennormen hebben eraan bijgedragen dat de woningmarkt een minder sterk procyclisch effect op de Nederlandse economie heeft. Zo is de consumptie van huishoudens stabiel geworden en hangt deze minder sterk samen met huizenprijzontwikkelingen en het inkomen.
- **Het verruimen van leennormen zou ervoor kunnen zorgen dat meer huishoudens een woning kunnen kopen, maar ook dat woningprijzen**

⁴ Sinds 16 augustus 2012 geldt voor pensioenfondsen een vrijstelling op de verplichting uit de [European Market Infrastructure Regulation \(EMIR\) om derivaten centraal te clearen](#). De vrijstelling zal per 18 juni 2023 komen te vervallen. Dit betekent dat vanaf 19 juni 2023 pensioenfondsen onder de clearingverplichting vallen.

⁵ Zie <https://www.cpb.nl/de-impact-van-leennormen-op-huurders-huizenbezitters-en-investeerders#:~:text=Het%20CPB%20heeft%20om%20de,niet%20per%20se%20beter%20af,> en <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Discussion-Paper-449-Mortgage-Debt-Limits-and-Buy-to-Let-Investors-A-Structural-Model-of-Housing.pdf>.

verder stijgen, wat voor starters juist contraproductief is. Meer woningbouw, het uitbreiden van het middenhuursegment en het verder afbouwen van de fiscale stimulering van koopwoningen zijn effectiever om de toegankelijkheid van de woningmarkt te vergroten

Verzoek Eerste Kamer met betrekking tot de verslaglegging van het FSC.

- **In een brief van de Vaste Kamercommissie Financiën aan de minister van Financiën⁶ verzoeken leden van de Eerste Kamer om in het FSC-verslag meer concrete analyses en conclusies op te nemen.**
- Uw voorganger heeft in reactie hierop de onafhankelijkheid van DNB, het CPB en de AFM onderstreept en aangegeven dat terughoudendheid gepast is als het aankomt op het sturen van de werkwijze van het overleg.⁷ Daarbij is wel gewezen op de uitgebreide openbare rapporten over financiële stabiliteit die door DNB, het CPB en de AFM worden gepubliceerd, zoals het halfjaarlijkse Overzicht Financiële Stabiliteit van DNB. De FSC-leden hebben het verzoek uit de Eerste Kamer besproken en erkennen het belang van een gedegen verslaglegging, zodat belanghebbenden goed geïnformeerd worden. Om deze reden zal het FSC extra aandacht aan de verslaglegging besteden en waar mogelijk onderliggende analyses delen.⁸ De FSC-leden benadrukken dat DNB, de AFM en het CPB onafhankelijke organen zijn en dat deze onafhankelijkheid gewaarborgd dient te blijven.

Communicatie

De woordvoering over het FSC wordt gedaan door DNB. DNB brengt een persbericht uit (zie bijlage 2) als de stukken in de Kamer liggen.

Politiek/bestuurlijke context

Niet van toepassing

Informatie die openbaar gemaakt kan worden

Niet van toepassing.

⁶ d.d. 13 oktober 2023: [Wet- en regelgeving financiële markten \(32.545\); verslag van een schriftelijk overleg met de minister van Financiën over het verzoek om meer concrete analyse en conclusies in het verslag van het Financieel Stabiliteitscomité \(EK, D\) - Eerste Kamer der Staten-Generaal](#)

⁷ Kamerstukken I 2023/2024, 32545, nr. D

⁸ In dat licht verwijzen FSC-leden graag naar recente publicaties van [DNB](#)⁸, de [AFM](#)⁸ en het [CPB](#)⁸ voor analyses en duiding van aandacht- en zorgpunten.