



Rapportage Financiële Stabiliteit

2023



Lees verder



Inhoud

01 Inleiding en samenvatting	3
02 Algemene trends en risico's relevant voor de toezicht gebieden van de AFM	4
2.1 Algemene trends/ontwikkelingen die alle toezichtdomeinen raken	4
2.2 Stabiliteitsrisico's	7
03 Risico's en trends op de kapitaalmarkten	11
3.1 Algemene trends / ontwikkelingen	11
3.2 Stabiliteitsrisico's	13
04 Risico's en trends vermogensbeheersector	18
4.1 Algemene trends/ ontwikkelingen	18
4.2 Stabiliteitsrisico's	21
05 Risico's voor klanten van financiële instellingen	25
5.1 Algemene trends / ontwikkelingen	25
5.2 Stabiliteitsrisico's	26





01 Inleiding en samenvatting



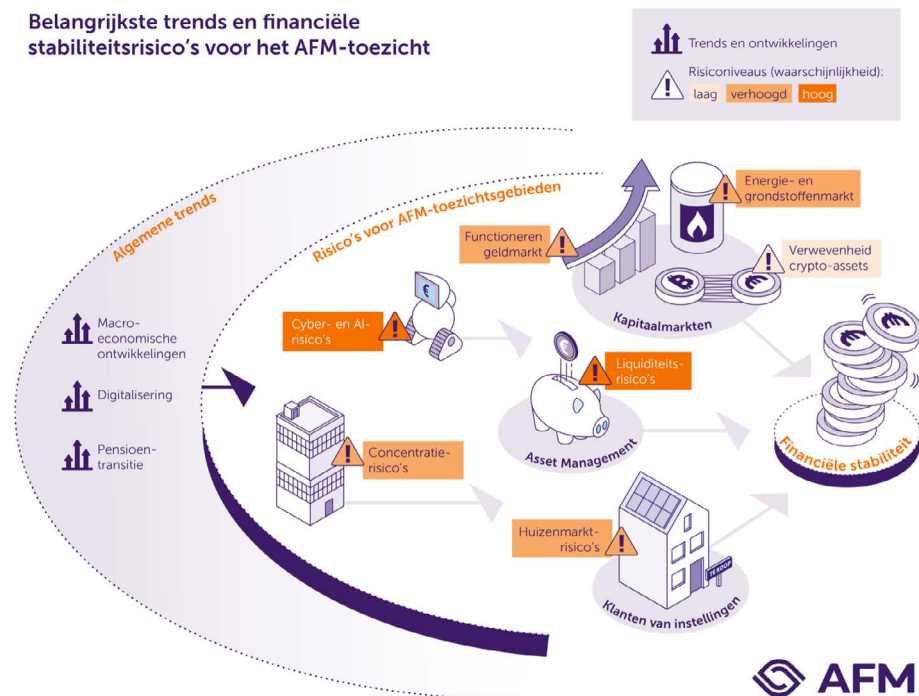
Sinds de vorige rapportage hebben zich in korte tijd meerdere gebeurtenissen voorgedaan die in potentie een risico vormen voor de financiële stabiliteit. Zo was er tijdens de zomer een niet eerder vertoonde stijging van de gasprijs, kwamen Britse pensioenfondsen acuut in de problemen, ging een van de grootste crypto beurzen (FTX) failliet en kwamen banken (met name in de Verenigde Staten) in de problemen. Dit alles tegen een achtergrond van een fors opgelopen inflatie en daarmee gepaard gaande wereldwijde renteverhogingen door centrale banken.

Hoewel de Europese Unie de afgelopen periode relatief ongeschonden is gebleven voor de stress op de financiële markten, zijn er onderliggend nog steeds potentiële risico's die de financiële stabiliteit kunnen raken. Het blijft bijvoorbeeld onzeker wat de effecten uiteindelijk zullen zijn van de (forse) verhoging van de rente, het afbouwen van de balansen door centrale banken en het wegvallen van het stimulerende begrotingsbeleid. Mogelijke transmissiekanalen die kunnen zorgen voor potentiële stabiliteitsrisico's zijn bijvoorbeeld een mogelijke economische recessie, forse verliezen die moeten worden genomen op activa door financiële marktpartijen en houdbaarheid van (overheids)schulden. De kans dat het risicobeeld verslechtert ten opzichte van de huidige situatie is dus duidelijk aanwezig.

Deze ontwikkelingen en risico's raken ook direct het toezicht van de AFM. De AFM heeft binnen haar toezichtdomeinen dan ook aandacht voor risico's die in potentie de financiële stabiliteit raken en draagt met haar doorlopend toezicht bij aan het mitigeren van deze risico's. Hierbij gaat het om stabiliteitsrisico's op drie terreinen die primair onder AFM toezicht vallen. Zo houdt de AFM toezicht op belangrijke delen van de Europese kapitaalmarkten, waaronder de gasmarkt. Ook is de AFM de primaire toezichthouder op de Nederlandse vermogensbeheersector, welke een steeds grotere rol speelt binnen het financiële stelsel. Tot slot beziet de AFM vanuit een stabiliteitsperspectief de risico's die veel klanten van financiële instellingen raken.

Deze rapportage schetst allereerst ontwikkelingen en trends die alle drie de bovengenoemde domeinen raken en mogelijk impact kunnen hebben op de financiële stabiliteit. Zo hebben ontwikkelingen in de macro-economische omgeving impact op de kapitaalmarkt (b.v. omdat het invloed heeft op de marktvolatiliteit), de vermogensbeheersector (b.v. omdat een veranderende rente zorgt voor herwaardering van activa) en voor klanten van instellingen (b.v. omdat lenen duurder wordt). Er zijn natuurlijk ook trends, ontwikkelingen en risico's die specifiek spelen bij een domein zelf. De vervolg hoofdstukken zullen dan ook per domein deze aanvullende trends en ontwikkelingen beschrijven en het actuele risicobeeld schetsen.

Belangrijkste trends en financiële stabiliteitsrisico's voor het AFM-toezicht



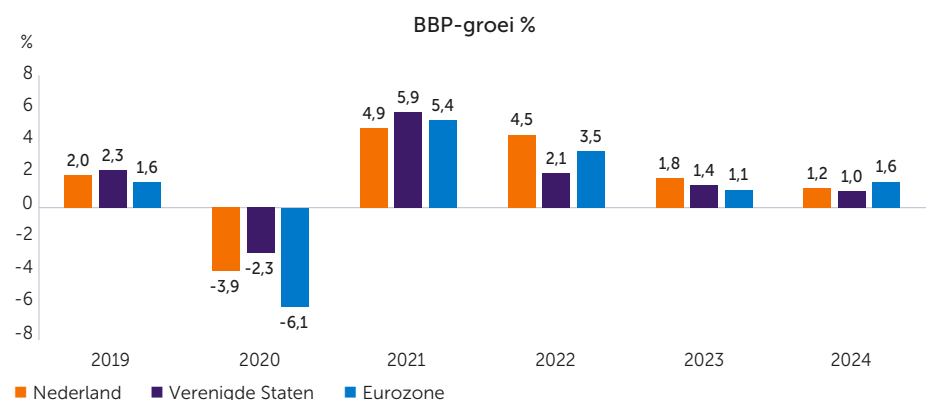


02 Algemene trends en risico's relevant voor de toezicht gebieden van de AFM

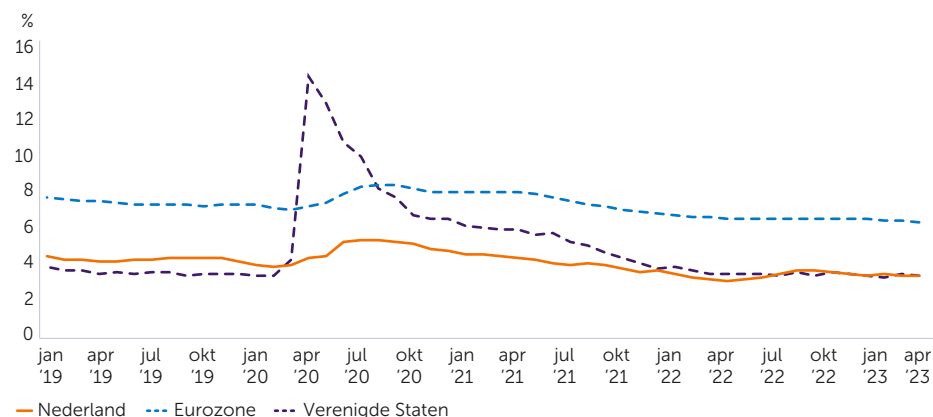
2.1 Algemene trends/ontwikkelingen die alle toezicht-domeinen raken

2.1.1 Macro-economische ontwikkelingen

Het economisch herstel dat na de Coronacrisis is ingezet heeft zich het afgelopen jaar voortgezet, maar zal naar verwachting vertragen. In 2022 groeide de economie in de VS met 2.1%, in de eurozone met 3.5% en in Nederland met 4.5%. De meest recente ramingen van de Europese Commissie (EC) gaan voor 2023 uit van een groei van 1.4% in de VS, 1.1% in de eurozone en 1.8% in Nederland. Ook de arbeidsmarkt houdt zich erg goed. In zowel Nederland als de VS ligt de werkloosheid onder de 4%. In de Eurozone ligt deze rond de 6.5%, maar ook dit is historisch gezien laag. Door de voorziene groeivertraging is het de verwachting dat de werkloosheid wel iets zal oplopen. De economische ramingen zijn onzeker en risico's zijn met name neerwaarts.



Figuur 1: De economische groei houdt aan sinds het herstel van de Coronacrisis, maar vertraging is voorzien. Bron: EC, Voorjaarsramingen 2023.

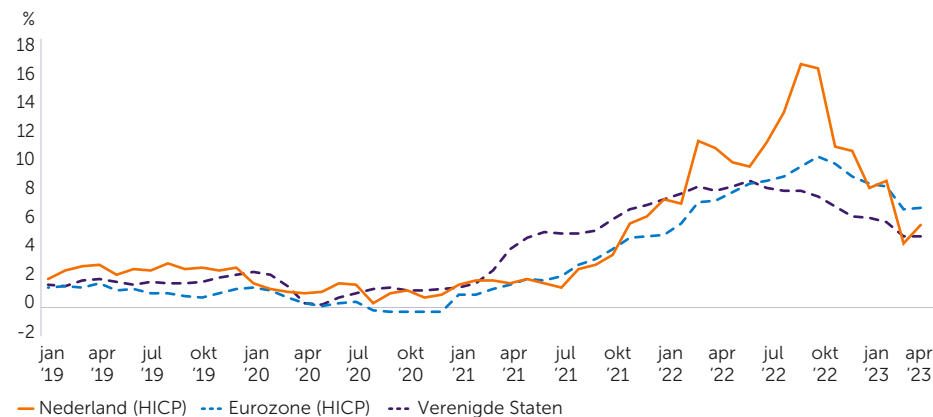


Figuur 2: Arbeidsmarkt houdt zich erg goed, werkloosheid historisch laag. Bron: Eurostat (Macrobond).

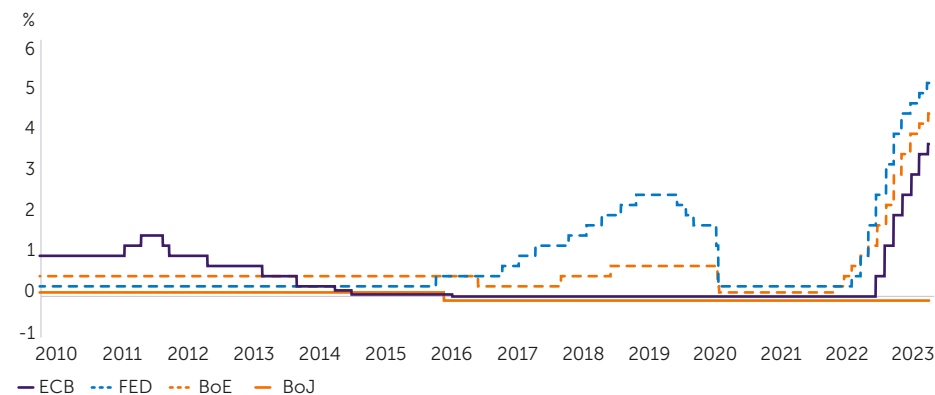
Aanhoudende inflatie en het verdere economisch herstel hebben geleid tot forse renteverhogingen door centrale banken. De inflatie is de afgelopen periode historisch hoog geweest. In Nederland piekte de inflatie in september 2022 op 17%, in de eurozone piekte de inflatie in oktober op ruim 11% en in de VS bereikte de inflatie in juni het hoogste punt met een inflatie van 9%. Centrale banken hebben dan ook wereldwijd en in rap tempo de rente verhoogd. In mei hebben de FED en de ECB de beleidsrente met 25 basispunten verhoogd. Voor de FED was dit naar verwachting voorlopig de laatste verhoging terwijl de markt verwacht dat de ECB nog twee rentestappen van 25 basispunten zal nemen. Complicerende factoren hierbij blijven de vertraagde doorwerking van het monetair beleid op de inflatie, de krappe arbeidsmarkt, het relatief ruime budgettaire beleid en de bredere impact en onzekerheid van het verkrappend monetaire beleid. Naast het verhogen van de beleidsrente zijn centrale banken ook begonnen met het verkleinen van de balans. Hoewel er al sprake is van een afname van de inflatie, blijft de kerninflatie (de inflatie zonder energie en



voedselprijzen) nog hardnekkig hoog. De kerninflatie in de VS bedroeg in april 5.5%, in de eurozone 5.6% en in Nederland 7.9%.

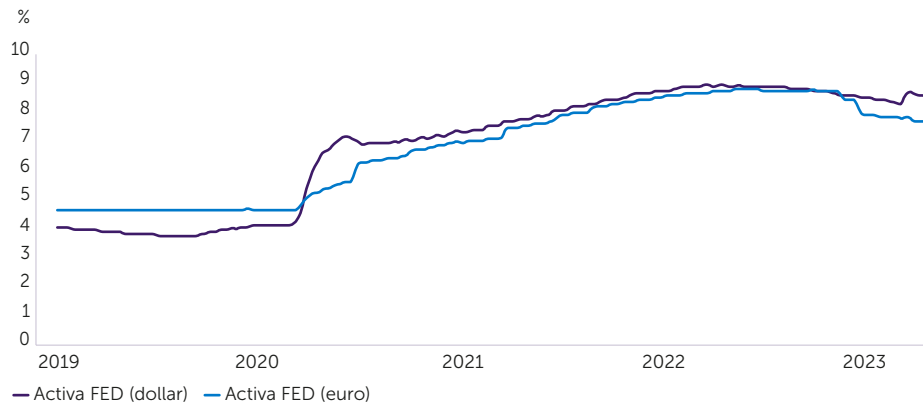


Figuur 3: Inflatie afgelopen jaar fors gestegen, in Nederland is vooral de kerninflatie nog hoog. Bron: Macrobond.

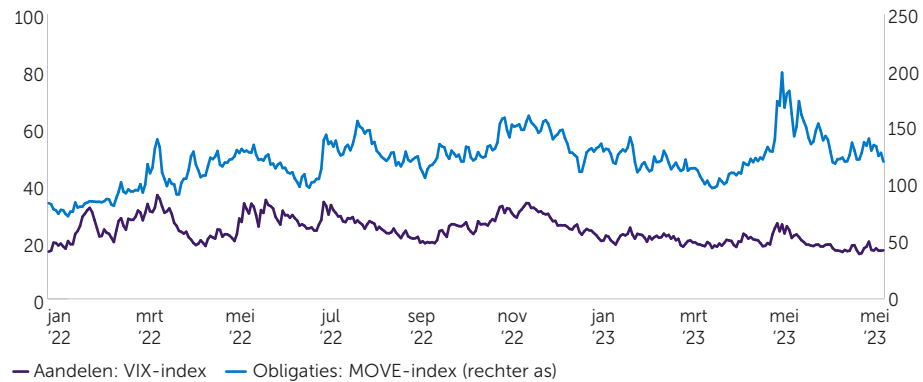


Figuur 4: Centrale banken hebben de beleidsrentes in rap tempo fors verhoogd. Bron: Macrobond.

De forse renteverhogingen en balansafbouw door centrale banken heeft al voor relatief veel stress op de financiële markten gezorgd. Na jarenlang ruim monetair beleid leidt de nieuwe monetaire beleidsomgeving ertoe dat er weinig nodig is om stress op de financiële markten te veroorzaken. Zo leidde een aangekondigde nieuwe begroting in het Verenigd Koninkrijk tot grote onrust op de (Britse) financiële markten. De rente op Britse staatsobligaties liep hierdoor namelijk in een snel tempo op waardoor Britse pensioenfondsen in problemen konden komen. Om pensioenfondsen te redden heeft de Bank of England (BOE) direct ingegrepen en een programma opgetuigd om de markt voor Britse staatsobligaties te stabiliseren. In maart kwam de Amerikaanse bankensector in zwaar weer nadat de Silicon Valley Bank (SVB) in resolutie ging; het risico van stijgende rentes was onvoldoende beheerst en digitalisering leidde tot hoge mobiliteit van deposito's. Ook andere regionale banken kwamen in de verdrinking. Uiteindelijk sloeg de stress ook over naar Europa wat leidde tot de overname van het al eerder in moeilijkheden verkerende Credit Suisse door UBS.



Figuur 5: Balansafbouw begonnen, maar door de bankencrisis van de FED weer toegenomen.
Bron: FRED.



Figuur 6: Volatiliteit op obligaties is historisch hoog als gevolg van de recente bankencrisis.
Bron: Bloomberg.

Op langere termijn kunnen schuldsposities van overheden door de gestegen rente potentieel een risico vormen voor de stabiliteit. Er is een aantal Europese landen met relatief hoge overheidsschulden. Bij een stijgende rente 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. Voornamelijk heeft dit risico zich niet scherp laten voelen. Een indicator die veel wordt gebruikt is de rente op 10-jaarsstaatsobligaties tussen landen met een hoge kredietwaardigheid te vergelijken met landen met een lagere kredietwaardigheid. De recente onrust op de financiële markten heeft relatief weinig impact gehad op deze zogenaamde *spread*. Toch liet afgelopen zomer zien dat zorgen over de schuldhoudbaarheid nog altijd een risico kan vormen, toen liep de Italiaanse spread namelijk op toen Mario Draghi aftrad als Premier van Italië.

De economische en marktontwikkelingen hebben impact op de stelselrisico's binnen de AFM-toezichtdomeinen. Voor de kapitaalmarkt geldt dat de toenemende onzekerheid van de economische ontwikkeling, de inflatie en het rentebeleid van de centrale banken voor meer marktvolatiliteit zorgen. Dit gaat doorgaans gepaard met hogere omzetten op handelsplatformen. Scherpe koersdalingen kunnen een reden zijn (voor handelsplatformen) om de handel tijdelijk stil te leggen. Voor de vermogensbeheersector geldt dat een snel oplopende rente zorgt voor bijstortingsverplichtingen (margin calls) op rentederivatenportefeuilles, die in korte tijd moeten worden voldaan. Ook kan het moeilijker zijn voor fondsen om hun activa te verkopen in tijden van marktstress, dit kan leiden tot liquiditeitsrisico's als beleggers hun geld uit een fonds zouden willen onttrekken. Tot slot werken de stijgende kapitaalmarktrentes door in een stijging van onder andere de hypotheekrente, wat weer impact heeft op klanten van financiële instellingen.



2.1.2 Pensioentransitie

Bij inwerkingtreding van het wetsvoorstel Toekomst Pensioenen (Wtp) zullen partijen pensioenregelingen aan moeten passen aan de nieuwe regels. De Wtp regelt de wettelijke kaders van het nieuwe pensioenstelsel. De Tweede Kamer heeft op 22 december ingestemd met de Wtp, inclusief de aangenomen wijzigingsvoorstellen vanuit de Tweede Kamer. Als ook de Eerste Kamer instemt met de Wtp dan krijgen partijen nog de tijd om pensioenregelingen aan te passen aan de nieuwe regels. Zo geldt voor veel pensioenuitvoerders dat zij bestaande aanspraken zullen omzetten in persoonlijke voor de uitkering gereserveerde vermogens (het "invaren").

De pensioentransitie kan invloed hebben op de stelselrisico's binnen de AFM-toezichtdomeinen. Als gevolg van het nieuwe pensioenstelsel kan er aanleiding zijn voor pensioenuitvoerders om hun (derivaten)portefeuilles aan te passen (b.v. doordat risico's naar leeftijdscohorten moeten worden toebedeeld). Dit kan leiden tot een verminderde liquiditeit en een verhoogde volatiliteit van bepaalde activa op de kapitaalmarkten (bijvoorbeeld als er een verschuiving plaatsvindt van de beleggingsmix). Ook kan het eventueel aanpassen van de derivatenportefeuilles impact hebben op de liquiditeitsrisico's van pensioenfondsen als gevolg van margin calls (zie 4.2.2).

2.2 Stabiliteitsrisico's

2.2.1 Digitalisering (cyberrisico's en AI-risico's)

De toename van digitalisering en bijbehorende cyberrisico's heeft impact op de stelselrisico's binnen de AFM toezichtdomeinen. Op de kapitaalmarkten kunnen bijvoorbeeld risico's ontstaan als door cyberaanvallen de operationele betrouwbaarheid van handelsinfrastructuur (platformen, clearing etc.) in het geding komt. In de vermogensbeheersector kan onrust ontstaan door cyberincidenten en ook klanten kunnen de dupe worden van cyberrisico's, bijvoorbeeld als het betalingssysteem wordt platgelegd. Daarnaast wordt er zowel op kapitaalmarkten als in de asset managementsector in toenemende mate gebruik gemaakt van artificial intelligence (AI), wat risico's met zich meebrengt.

2.2.1.1 Cyberrisico's

Door de toenemende afhankelijkheid van IT-systemen ontstaan cyberrisico's, die de financiële stabiliteit kunnen bedreigen. Dit kan bijvoorbeeld gebeuren als essentiële onderdelen van het financiële systeem, zoals het betalingssysteem, platgelegd worden. Dat heeft grote financiële en economische gevolgen en raakt zowel consumenten als financiële instellingen. Ook de afhankelijkheid van enkele grote serviceproviders (concentratierisico) zorgt ervoor dat individuele instellingen en de sector als geheel kwetsbaar zijn voor cyberaanvallen. Tot slot kan een grote cyberaanval het vertrouwen in het financiële stelsel op het spel zetten. Door de verwevenheid binnen het financiële stelsel kan een cyberissue bij één speler leiden tot besmetting van een andere speler. Op die manier kan een cyberevent versterkt worden door bijvoorbeeld runs op banken of bij beleggingsinstellingen.¹

2.2.1.2 Toepassing van algoritmes en AI-risico's

Het gebruik van AI heeft voordelen, maar brengt ook risico's met zich mee voor de financiële stabiliteit, de efficiënte werking van de kapitaalmarkt en transparantie.

Een toenemend aandeel van de marktparticipanten op de kapitaalmarkten is actief als algoritmisch handelaar en past daarbij geavanceerde AI-technieken toe.² Daarnaast is er ook een groter wordende groep partijen die actief gebruik maakt van algoritmes (evt. van derden) om hun orders op de markt zo goedkoop mogelijk uit te voeren. Onder assetmanagers neemt het gebruik van AI in zowel portefeuillemanagement als operationele taken toe.³ Daarnaast wordt het ingezet bij het klantacceptatieproces (Wwft) en het handhaven van de Sanctiewet. Vanuit de marktpartijen gezien zijn er grote voordelen zoals informatievoorsprong en kostenvoordelen, maar voor het geheel van het effectief functioneren van de markt zijn de voordelen (nog) niet duidelijk. Kwaliteitsfouten van AI-modellen, zoals een programmeringsfout of fouten door slechte kwaliteit van data-input, of algoritmes die op elkaar reageren kunnen resulteren in dusdanig veel stress op de kapitaalmarkt dat de efficiënte werking in het geding is en potentieel zelfs kan resulteren in een systeemrisico als het een vertrouwenscrisis veroorzaakt.

¹ [Systemic cyber risk \(europa.eu\)](#).

² [HERs passen machine learning op grote schaal toe in handelsalgoritmes \(afm.nl\)](#).

³ [ESMA50-164-6247-AI_in_securities_markets.pdf \(europa.eu\)](#).





De toepassing van AI-technieken en de technologische ontwikkelingen gaan razendsnel. Dit brengt een risico met zich mee t.a.v. de verklaarbaarheid/interpreteerbaarheid van het handelen. Voor assetmanagers is het de uitdaging om het gebruik van AI uitlegbaar te houden aan de beleggers. Het uitgangspunt is dat de mens technisch en objectief begrip moet hebben van het gedrag van een algoritme, bijvoorbeeld het verklaren van de bijdrage van de verschillende variabelen van het model aan de output. De technologische ontwikkelingen en de toepassing van zeer geavanceerde AI-technieken staat vaak haaks op de uitlegbaarheid. Naast de uitlegbaarheid van een individueel algoritme, komt het geheel van geavanceerde algoritmes tezamen in de markten, wat kan leiden tot een enorme complexiteit. Deze ontwikkeling kan resulteren in marktsituaties die niet meer verklaarbaar noch herleidbaar tot individuele beslissingen. De markt wordt hiermee meer en meer een blackbox dat mogelijk kan resulteren in financiële instabiliteit. Naast deze complexiteit is ook de snelheid van de ontwikkeling een punt van zorg: recent wordt de roep in andere gebieden waar AI wordt toegepast (bijv. ChatGPT) om een moment van reflectie en bezinning op de mogelijke impact en koers van geavanceerde technieken steeds meer naar voren gebracht. Ook vanuit het perspectief van een eerlijke markt en beleggersbescherming is het belangrijk dat betrouwbare AI-systemen voldoen aan basisvoorwaarden die de Europese Commissie heeft vastgelegd in hun AI-ethiekrichtsnoeren.⁴ In de risicobeheersing dienen marktpartijen die gebruik maken van AI-modellen rekening te houden met potentiële negatieve effecten.

2.2.1.3 Mitigeren van digitaliseringsrisico's

Om cyber- en IT-risico's te beperken moeten instellingen tijdig adequate beheersmaatregelen nemen. Digitale veiligheid moet de aandacht hebben van de bestuurders van financiële instellingen. Daarbij is het van belang dat cyberexperts en bestuurders elkaar vinden. De AFM heeft hier daarom aandacht voor en is aangesloten bij het Threat Intelligence Based Ethical Red-teaming (TIBER)-programma. In dit programma wordt de cyberveiligheid van financiële ondernemingen getest met testaanvallen die gebaseerd zijn op realistische dreigingen. De resultaten worden ook gedeeld met overige deelnemers, waardoor de hele sector zich beter kan weren.

⁴ [Ethics Guidelines for AI \(europa.eu\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023D0016&from=de).

De komst van de Digital Operational Resilience Act (DORA), die begin dit jaar in werking is getreden, is een belangrijke mijlpaal om de digitale weerbaarheid van de financiële sector te vergroten. Hiermee heeft de Europese Commissie één uniform wetgevend kader geïntroduceerd voor de Europese Unie (EU). Instellingen hebben nog tot januari 2025 om te voldoen aan de nieuwe regels. Met de inwerkingtreding van DORA zullen digitale vaardigheden een onderwerp worden bij de toetsingen van beleidsbepalers, wordt cyber een standaardonderdeel van het risicobeheer, moeten incidenten worden gemeld en komen er meer oefeningen. Hierbij wordt rekening gehouden met de omvang, het risicoprofiel en het systeembelang van financiële instellingen. Het mandaat van de AFM om toezicht te houden op IT- en cyberaspecten van financiële instellingen wordt hiermee ook vergroot.



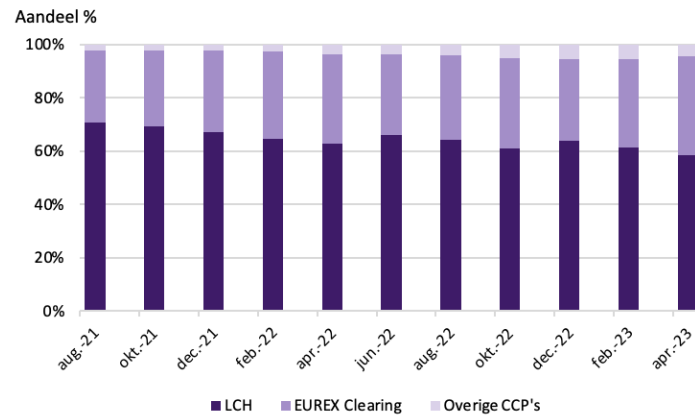


2.2.2 Concentratierisico's

2.2.2.1 Concentratie van clearing van (systeemrelevante) derivaten

Centrale clearing van derivatentransacties vermindert tegenpartijrisico en verhoogt transparantie maar kan potentieel leiden tot stabiliteitsrisico's.

Concentratie van derivatenclearing brengt kostenvoordelen met zich mee. Tegelijkertijd kunnen centrale tegenpartijen (CCP's) door hun sterke verwevenheid met andere financiële instellingen en hun centrale positie een bron vormen van financiële stabiliteitsrisico's. Het is daarom van belang dat deze partijen een adequaat risicomanagement hebben. Het concentratierisico bij CCP's wordt geadresseerd door o.a. een uitgebreid risicoraamwerk van marginverplichtingen, het default fund en een herstel- en resolutieraamwerk. Een aanvullend risico is dat een groot deel van de clearing van (systeemrelevante) derivaten plaatsvindt in het Verenigd Koninkrijk (VK). In Nederland maken vooral pensioenfondsen gebruik van rentederivaten. Hoewel ook zij deze rentederivaten vooral in het VK clearen, wordt ook al een deel van de rentederivatenportefeuille gecleard in de EU.



Figuur 7: De clearing van rentederivaten (naar notional) door Nederlandse marktpartijen is geconcentreerd bij 2 CCP's. Bron: AFM analyse o.b.v. EMIR data.

Voorstellen van de Europese Commissie om de regels voor clearing op een aantal punten aan te passen kan helpen de afhankelijkheid van clearing buiten de EU verkleinen.

Het nieuwe voorstel van de Europese Commissie beoogt vooral de Europese kapitaalmarktunie te verdiepen en de financiële stabiliteit beter te kunnen waarborgen. De nieuwe voorstellen zijn onder andere gericht om de hoeveelheid centraal geclearde derivaten in de EU te vergroten. Dit wil men onder andere doen door het verbeteren en verkorten van procedures voor CCP's, bijvoorbeeld bij niet-significante modelwijzigingen. Dit maakt het clearen bij deze Europese CCP's in potentie goedkoper, klantvriendelijker en aantrekkelijker dan nu. In het voorstel zit echter ook een meer dwingend element, namelijk de introductie van een zogenaamde active account waarbij een gedeelte van de clearing voor bepaalde derivaten verplicht in de EU moet plaatsvinden. Hoewel een *active account* kan bijdragen aan het verminderen van de afhankelijkheid van clearing in het VK, zijn er wel kosten aan verbonden omdat marktpartijen worden beperkt in hun keuzevrijheid. Het is daarom van belang dat er een gedegen kosten-batenanalyse door ESMA plaatsvindt, alvorens over te gaan tot een te hoge clearingverplichting.

2.2.2.2 Concentratierisico's in de vermogensbeheersector als gevolg van uitbesteding

Binnen de vermogensbeheersector wordt relatief vaak gebruik gemaakt van uitbesteding van werkzaamheden. Veel vermogensbeheerders maken gebruik van derde partijen voor het vervullen van een aantal belangrijke functies in de vermogensbeheermarkt. Het gaat hierbij bijvoorbeeld om uitbesteding van (beleggings) administratie en IT, maar ook vergunningplichtige activiteiten zoals portefeuillebeheer worden uitbesteed. Belangrijke voordelen bij het uitbesteden van werkzaamheden zijn gelegen in een potentiële afname van de operationele complexiteit, kostenbesparing of de mogelijkheid om zich te richten op de activiteiten waarin ze zich willen onderscheiden. Uit AFM-onderzoek blijkt dat de grote meerderheid van de ondernemingen (78%) één of meerdere kritieke werkzaamheden uitbesteedt⁵.

Door het gebruik van uitbestedingen kunnen er concentratierisico's ontstaan als veel assetmanagers afhankelijk worden van enkele derde partijen. De markt voor derde partij dienstverlening in de vermogensbeheersector is behoorlijk geconcentreerd; een klein aantal partijen levert het grootste gedeelte van het aanbod in de

5 Zie bijvoorbeeld de [brief](#) die aan de sector is verstuurd over uitbestedingsrisico's.





markt. Dit maakt veel vermogensbeheerders afhankelijk van een klein aantal partijen. Wanneer één van deze partijen in problemen komt heeft dit grote consequenties voor veel vermogensbeheerders. Dit kan uiteindelijk ook leiden tot risico's t.a.v. de financiële stabiliteit, zeker als het gaat om diensten die worden aangeboden ten behoeve van de risicobeheersing. Digitalisering speelt daarbij een belangrijke rol omdat dit het makkelijker maakt om voor activiteiten als risicomangement gebruik te maken van externe aanbieders. Wanneer veel asset managers afhankelijk worden van dezelfde aanbieders van diensten of software voor een kritische functie als risico-management, ontstaan er mogelijk systeemrisico's indien een van deze aanbieders wegvalt.

In haar toezicht op de asset managementsector heeft de AFM daarom aandacht voor de risico's van uitbesteding. Wanneer instellingen materiële werkzaamheden uitbesteden moeten ze dit melden. Daarmee verkrijgt de AFM inzicht in de mate van uitbesteding door asset managers. Uit eerder onderzoek is naar voren gekomen welke uitbestedingsrisico's daaruit voortkomen. De AFM heeft asset managers gewezen op het belang van het treffen van beheersmaatregelen bij uitbesteding en daarbij aandachtspunten aan de sector meegegeven op het gebied van o.a. het identificeren van uitbestedingsrisico's en het opstellen van adequaat uitbestedingsbeleid. Het doel is dat ondernemingen uitbestedingsrisico's beter beheersen en de continuïteit van dienstverlening gewaarborgd is.

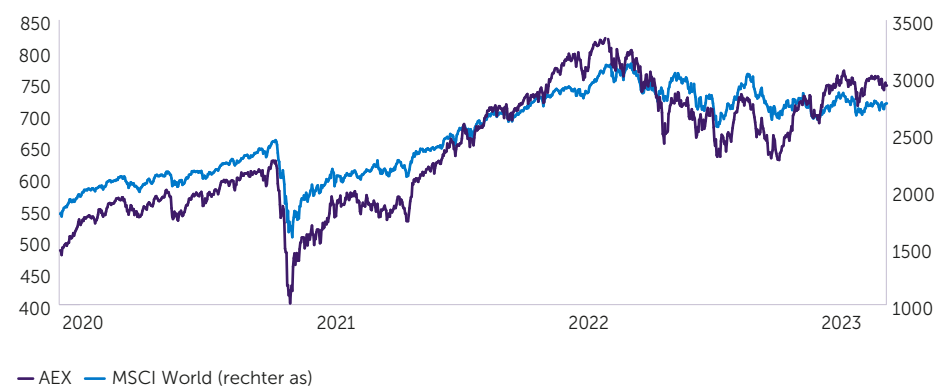




03 Risico's en trends op de kapitaalmarkten

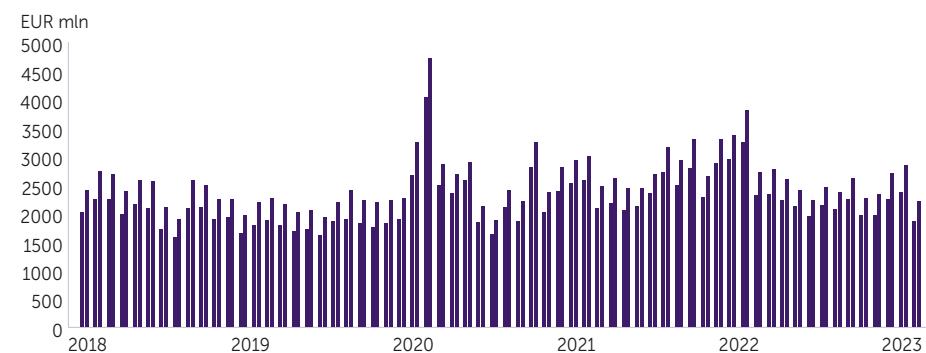
3.1 Algemene trends / ontwikkelingen

Wereldwijde aandelenkoersen zijn sinds het begin van het jaar met ca. 5% gestegen, met name in de eerste helft van januari. Nederlandse aandelen (AEX) zijn zelfs met 8.2% in waarde gestegen, o.a. vanwege meevallende financiële resultaten, goede dividenden en inkoopprogramma's. Vorig jaar stonden aandelenmarkten nog sterk onder druk door (zorgen over) monetaire verkrapping, geopolitieke spanningen en onzekere economische vooruitzichten. Door de afgenomen waarderingen liggen price-earning ratio's nu rond het langjarig gemiddelde. In de VS liggen deze daar nog wel boven. De onrust in de bancaire sector in maart (faillissement SVB, overname Credit Suisse) had een tijdelijke en beperkte impact op wereldwijde aandelenwaarderingen. Vooral aandelen van financiële bedrijven werden hierdoor geraakt.



Figuur 8: Met name in de eerste weken van januari stegen de aandelenkoersen fors. Bron: Euronext en MSCI.

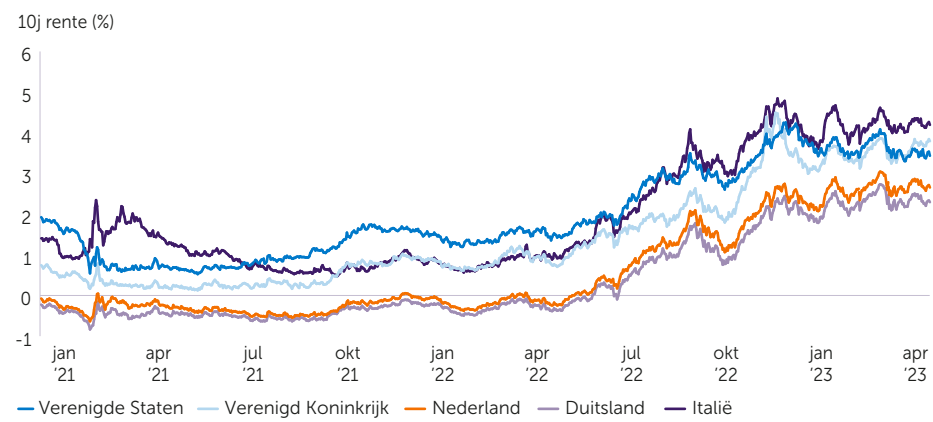
Ondanks de monetaire verkrapping en verslechterde economische vooruitzichten lijken aandelenmarkten goed te functioneren. Zo is de volatiliteit al maandenlang laag, met een beperkte opleving in maart vanwege de bankenstress. Verder is het gemiddelde dagelijkse handelsvolume van aandelen in de eerste helft van dit jaar slechts licht afgenomen ten opzichte van vorig jaar. Tot slot ziet de AFM geen verslechtingen in de liquiditeit op de aandelenmarkt. Verdere (onverwachte) rentestijgingen en lagere economische groei blijven wel onzekerheden die de aandelenmarkten bezighouden.



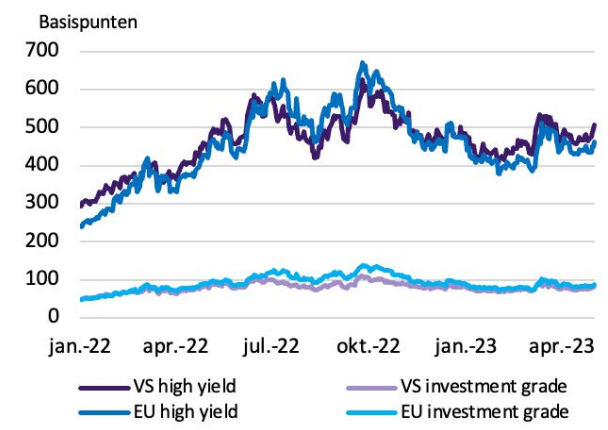
Figuur 9: Het gemiddelde dagelijks handelsvolume in AEX-fondsen op Euronext Amsterdam is redelijk stabiel. Bron: Euronext, Macrobond.



Op de obligatiemarkt vertalen de monetaire verkrapping en onzekerheid zich in stijgende en volatiele kapitaalmarktrentes. Begin 2022 lag de rente op een Nederlandse 10-jaars staatsobligatie rond de 0%. In april dit jaar lag de rente al boven de 2.5%. Vanwege aanhoudende inflatie en onzekerheid rondom het monetaire beleid en de economische vooruitzichten is de volatiliteit op obligatiemarkten sinds vorig jaar toegenomen. Deze ligt daardoor, in tegenstelling tot bij aandelen, boven het langjarig gemiddelde. Dit jaar zorgde de bankencrisis in maart ervoor dat de volatiliteit naar het hoogste niveau sinds 2008 steeg. Bij bedrijfsobligaties neemt de spanning ook toe, met name in het high yieldsegment (obligaties met hoger risico). De spreads op Europese en Amerikaanse bedrijfsobligaties zijn vorig jaar fors gestegen wat erop wijst dat het kredietrisico is toegenomen.

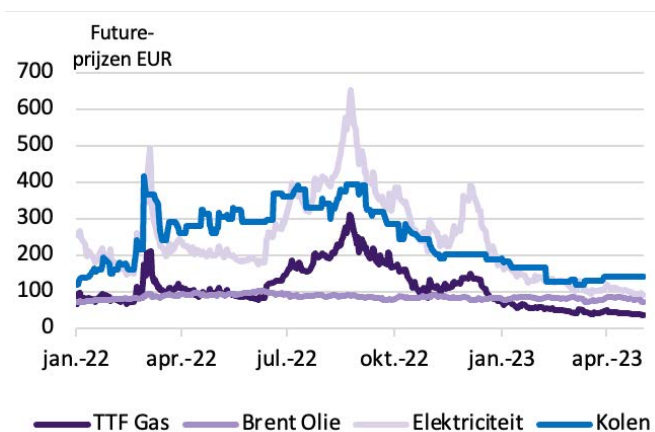


Figuur 10: Rentes op staatsobligaties fors zijn gestegen door de verhoging van de beleidsrente. Bron: Macrobond.

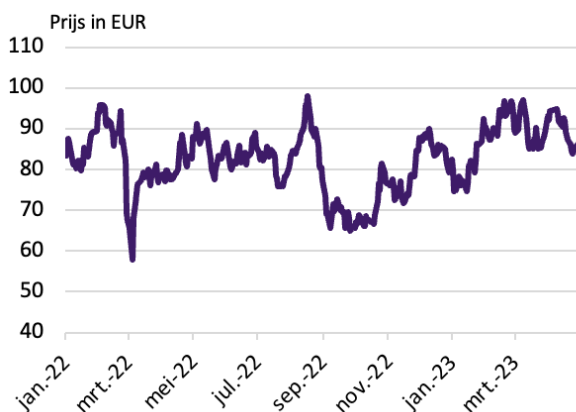


Figuur 11: Spreads op bedrijfsobligaties, met name op high yield, zijn aanzienlijk toegenomen. Bron: Bloomberg.

Vanwege lagere vraag door energiebesparing, een milde winter en door beter gevulde voorraden is de gasprijs (TTF futures) gedaald tot onder de EUR 40 /MWh. De risico's op deze markt zijn echter niet verdwenen (zie 3.2.1). Ook de prijzen van andere energie- en grondstoffen futures zijn sterk gedaald, na pieken in augustus en december 2022. Tegelijkertijd is de prijs van *European Union Allowances* (EUA's), CO2-emissierechten, sinds begin dit jaar wel toegenomen. Dat heeft vooral te maken met het klimaatwetgevingspakket dat door de EU is ingevoerd. Een van de wetten daaruit gaat over de verdere aanscherping van het *Emission Trade System* (ETS), het systeem waarmee CO2-emissierechten worden verhandeld. Hiermee wordt het aantal emissierechten dat in omloop wordt gebracht beperkt, waardoor de prijs stijgt. Doordat het uitstoten van CO2 duurder wordt, worden investeringen in CO2-besparingen aantrekkelijker. Op deze manier draagt de EUA-markt bij aan de duurzaamheidstransitie. De markt voor derivaten met EUA's als onderliggende waarde speelt daarbij een belangrijke rol als secundaire markt. De handel in deze derivaten vindt grotendeels plaats in Nederland, onder toezicht van de AFM.



Figuur 12: Na een forse stijging in de zomer van 2022 zijn energie- en grondstoffenprijzen weer gedaald. Bron: Bloomberg.



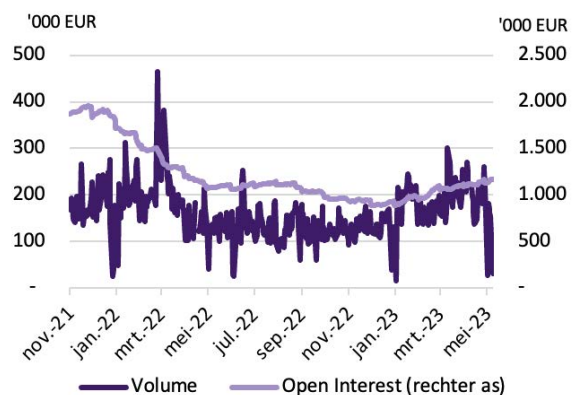
Figuur 13: De prijs van CO₂-emissierechten, EUA's (European Union Allowances), is toegenomen. Bron: Macrobond.

3.2 Stabiliteitsrisico's

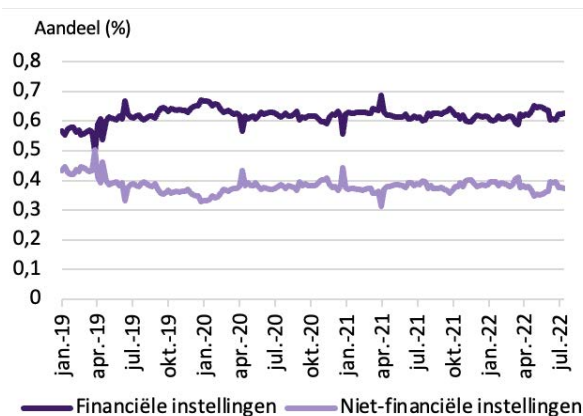
3.2.1 Risico's energiemarkten

Begin 2022 steeg de prijs van gas hard en in de zomer bereikte deze een piek van ruim boven de 300 euro per MWh. Een onbalans tussen vraag en aanbod stuwde de gasprijs tot grote hoogten. In augustus bereikte de prijs van de front-month TTF-gas future, het meest toonaangevende gastermijncontract, een piek. Sindsdien daalde de prijs en lag deze eind april onder de 40 euro per MWh. Het relatief zachte weer en het wegvallen van de extra vraag voor het vullen van de gasvoorraden speelde een belangrijke rol bij deze prijsdaling.

Ondanks de hoge prijsniveaus en prijsvolatiliteit is de Nederlandse gastermijnmarkt adequaat blijven functioneren. Een belangrijke indicator hiervoor is de liquiditeit van de markt. Liquiditeit, en de efficiënte prijsvorming die daarmee samenhangt, is niet in één variabele te vangen. Het doelt op de mate waarin bezittingen, in dit geval gastermijncontracten, verhandeld kunnen worden zonder de marktprijs te veel te beïnvloeden. Indicatoren voor liquiditeit zijn onder andere; (i) open interest (de som van het aantal openstaande contracten of posities), (ii) het aantal actieve marktparticipanten met verschillende strategieën, en (iii) handelsvolume. Specifiek kijkend naar de ontwikkeling van de Nederlandse TTF-gasmarkt in aanloop naar en tijdens de forse stijging van de gasprijs – concludeert de AFM dat de markt adequaat is blijven functioneren. De afname in open interest in deze periode reflecteert wel de toegenomen onzekerheid op de markt. De AFM blijft het handelsgedrag continue monitoren om de werking van het brede financiële ecosysteem in de gaten te houden.



Figuur 14: Door onzekerheid daalden open interest en volume van TTF-gasfutures aan het begin van de Russische inval. Bron: ICE ENDEX.



Figuur 15: Verhouding financiële en niet-financiële partijen op de TTF-gasmarkt tijdens onrust zomer stabiel. Bron: AFM bewerkingen o.b.v. EMIR data.

Margin calls op derivatencontracten kunnen wel zorgen voor risico's voor de financiële stabiliteit. Bedrijven die relatief veel gas moeten inkopen gebruiken derivaten om het risico van toekomstige prijsfluctuaties en de mismatch van inkoop en levering te mitigeren. De hoge volatiliteit op de TTF-gasmarkt kan voor snel oplopende margins zorgen, die doorgaans binnen één dag moeten worden voldaan. Om aan deze margin calls te voldoen hebben is behoefte aan liquiditeit. Als deze partijen niet aan hun marginverplichtingen kunnen voldoen, kan dit bredere gevolgen hebben voor clearing members en CCP's omdat zij dan mogelijk verliezen moeten nemen. Voor bedrijven bleek het soms lastig om op korte termijn liquiditeit te verkrijgen waardoor in sommige gevallen publieke interventies nodig waren. Omdat over-the-counter (OTC)-contracten doorgaans minder strikte margeverplichtingen kennen kan mogelijk ook een verplaatsing optreden van centrale handel naar OTC-handel. Een dergelijk verschuiving zou een minder goede afdekking van het tegenpartijrisico kunnen betekenen. Deze verschuiving is in Europa sinds eind augustus ook in de praktijk waarneembaar.

Een prijsplafond op de TTF-gasmarkt kan mogelijk leiden tot een gedeeltelijke stilstand van de platformhandel en vergroot potentieel systeemrisico's. Omdat de prijzen op de gastermijnmarkt gelden als benchmark voor bijvoorbeeld LNG-contracten, kan een prijsplafond op de gastermijnmarkt een maatregel zijn om de kosten van gasimport te beteugelen. Deze maatregel kan echter ten koste gaan van transparante prijsvorming, liquiditeit en dus risicomitigatie. Het wegvallen van de gastermijnmarkt kan zo leiden tot veel onzekerheid over toekomstige prijzen, belemmert een efficiënte verdeling van gas en kan zelfs resulteren in problemen omtrent leveringszekerheid. Ook kunnen marktpartijen eerder overgaan tot bilaterale (OTC-) handel waar het tegenpartijrisico vele malen groter is dan bij een CCP. Dit vergroot potentieel systeemrisico's.

In december 2022 heeft de Energieraad het zogenaamd 'Market Correction Mechanism (MCM)' aangenomen om een prijsplafond te introduceren op de TTF-gasmarkt. Het plafond bevat zowel statische als dynamische elementen: de TTF-prijs moet a) boven het statische niveau van 180 EUR/MWh uitkomen, en b) 35 EUR/MWh hoger zijn dan een bepaald mandje van wereldwijde gas futures prijzen. Door rekening te houden met de wereldwijde gasprijzen zouden gastekorten in de EU als gevolg van verplaatsing naar andere regio's (bijvoorbeeld Azië) moeten worden voor-



komen. Als gasprijzen elders substantieel hoger liggen dan in de EU kan de TTF-gasprijs boven de 180 EUR/MWh liggen zonder dat het MCM-mechanisme wordt geactiveerd. De MCM-verordening is 1 februari 2023 in werking getreden en zal voor een jaar gelden. Sinds de inwerkingtreding van het MCM is deze niet getest doordat de TTF-prijs ruim onder het plafond is blijven liggen. Aanvullend heeft ICE een parallelle listing opgezet bij ICE Futures Europe in het VK. Deze parallelle listing kan ervoor zorgen dat de TTF-gashandel zich naar het VK verplaatst zodra de MCM-limieten in zicht komen.

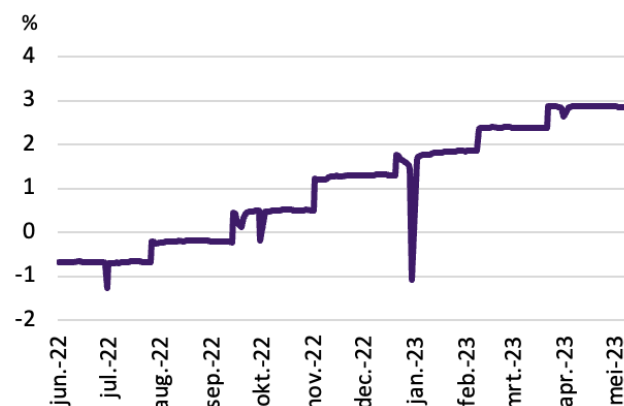
3.2.2 Functioneren geldmarkt

De geldmarkt speelt een cruciale rol in het hedendaags financiële stelsel. De geldmarkt is de markt voor kortlopende kredieten met looptijden tot één jaar. Veel financiële marktpartijen, maar ook bedrijven gebruiken de geldmarkt om op korte termijn geld aan te trekken of weg te zetten. De geldmarkt speelt dan ook een belangrijke rol in het liquiditeitsmanagement van banken en institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Er is een aantal kortlopende schuldpapieren waarin gehandeld kan worden, zoals commercial paper, certificates of deposits en T-bills, maar voor het managen van liquiditeit wordt er doorgaans het meest gebruik gemaakt van repotransacties.

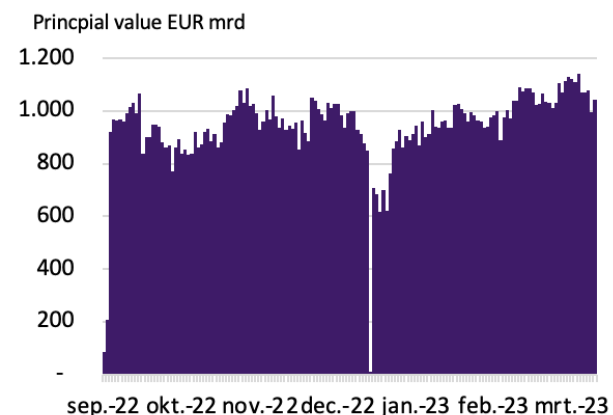
De repomarkt kan worden gezien als de smeerolie van het financiële stelsel. Bij een repotransactie worden effecten (vooral staatsobligaties) verkocht en wordt tegelijkertijd de afspraak gemaakt dat de verkoper deze stukken op een later moment, doorgaans enkele dagen tot een maand later, terugkoopt. Het verschil tussen aan- en verkoopprijs is de reporente. Bij een reverse repo biedt een partij geld aan in ruil voor effecten. In 2022 bedroeg het aantal uitstaande contracten op de Europese repomarkt circa EUR 10.000 miljard.⁶ Daarmee is het de grootste en meest liquide markt om kort geld aan te trekken of liquide middelen weg te zetten.

Het functioneren van de repomarkt kan echter onder druk komen te staan. Sinds enkele jaren staat de repomarkt regelmatig onder druk, vooral tijdens kwartaal- en vooral jaareinden. Op deze data is het lastiger een bank te vinden die cash wil aanhouden (en daartegen hoogwaardig onderpand wil afstaan) omdat zij dan moeten

rapporteren over hun leverage ratio. Dit resulteert in een sterke prijsafslag bij terugkoop (een sterk negatieve reporente). Ook speelt het relatief ruime monetaire beleid van de afgelopen jaren een rol. Dit zorgde namelijk voor overliquiditeit op de markt (er is voldoende cash op de markt) terwijl het opkopen van staatsobligaties juist zorgde voor minder onderpand.



Figuur 16: Negatieve pieken in de reporente op kwartaal- en jaareindes. Bron: Macrobond.



Figuur 17: Sterke daling in repotransacties op jaareinde. Bron: AFM bewerkingen o.b.v. SFTR data.

⁶ Bron: ICMA en SFTR data.



Het eventueel opdrogen van de repomarkt kan uiteindelijk een risico vormen voor de financiële stabiliteit. Door de centrale rol van de repomarkt in het liquiditeitsmanagement van banken en institutionele beleggers, en de omvang van de markt is het goed functioneren van deze markt van groot belang voor de financiële stabiliteit. Het tijdelijk opdrogen van deze markt kan met name leiden tot liquiditeitsproblemen als partijen niet op korte termijn aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Zeker in tijden van stress kunnen partijen op korte termijn behoefte hebben aan liquiditeit.

Toezicht draagt bij aan het functioneren van de repomarkt, aanvullend kan het wenselijk zijn te kijken of 'window dressing' van de leverage ratio kan worden tegengegaan. Als primair toezichthouder op het grootste Europese platform voor repotransacties draagt de AFM bij aan het functioneren van de Europese repomarkt. Hierbij moet overigens wel worden opgemerkt dat de repomarkt ook nog veelal OTC ('over the counter') plaatsvindt. Aanvullend kan een andere wijze van rapporteren van de leverage ratio door banken wenselijk zijn om 'window dressing' tegen te gaan, mits de administratieve lasten te overzien zijn.

3.2.3 Cryptomarkt

De markt voor crypto-assets kruipt in 2023 langzaam uit het dal na enorme verliezen in 2022. In 2021 werden er nog grote winsten gemaakt en bereikte Bitcoin een koers van ca. EUR 58.000 (nu ca. EUR 25.000). De totale marktkapitalisatie van de grootste drie cryptomunten (Bitcoin, Ethereum en Tether) daalde in 2022 met zo'n 63% van ca. USD 1.400 mrd tot ca. USD 530 mrd, vanwege verschillende gebeurtenissen in de crypto-wereld. In mei 2022 was er een grote crash nadat de stablecoin Terra onderuitging. Vervolgens kwam cryptobank Celsius in problemen door het instorten van de markt en de risicovolle strategie die het hanteerde. Celsius kon daarna niet voldoen aan de opnames van klanten en bevroor alle tegoeden, wat de paniek versterkte. En tot slot ging in november een van de grootste cryptobeurzen ter wereld, FTX, failliet waardoor cryptomunten verder in waarde daalden (zie Box 1). Deze gebeurtenissen laten zien dat crypto's kwetsbaar zijn voor sterke waardedalingen en besmettingsrisico's binnen de cryptosector groot zijn. Sinds begin dit jaar is o.a. Bitcoin weer deels hersteld (+60%).

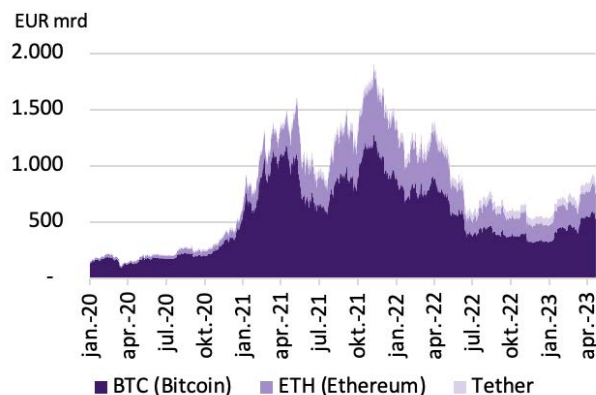
Door de verwevenheid van crypto's met de reguliere financiële sector kunnen er ook stabiliteitsrisico's ontstaan. Volgens de ESRB is de verwevenheid tot nu toe echter beperkt en is de markt voor crypto's qua omvang t.o.v. de gehele financiële sector ook nog dusdanig klein, dat er op dit moment geen groot stabiliteitsrisico speelt. Desalniettemin is de toekomst van de cryptomarkten onzeker en kunnen deze sterk groeien. Stabiliteitsrisico's kunnen toenemen als grote institutionele beleggers in crypto's gaan beleggen en financiële instellingen meer verweven raken met cryptomarkten. De komst van nieuwe EU-regelgeving voor uitgevers van crypto-activa en aanbieders van cryptodiensten, de Markten in Crypto-Activa Verordening (MiCAR), kan een reden zijn voor financiële instellingen, die tot nu toe nog terughoudend waren, om ook crypto-diensten te gaan aanbieden waardoor deze sector groeit. Verder kunnen stabiliteitsrisico's zich voordoen bij stable coins wanneer de activa waarmee de coins gedekt worden niet voldoende liquide zijn of onvoldoende waarde hebben. De crash van TerraUSD vorig jaar is daarvan een voorbeeld.

In april dit jaar heeft het Europees Parlement ingestemd met MiCAR, waarmee er een eerste stap naar regulering van cryptomarkten is gezet. De AFM krijgt onder MiCAR de taak om toezicht te houden op cryptodienstverleners (zoals platformen). Alarmsignalen zoals die bij FTX speelden zullen daardoor eerder gezien kunnen worden. Ook is er een bepaling in MiCAR opgenomen die ziet op vermogensscheiding waardoor cryptodienstverleners activa en fondsen van klanten apart van de eigen fondsen moeten bewaren. En er zijn vereisten m.b.t. de governance (bijv. adequaat beleid en procedures om compliance met MiCAR te waarborgen) en de geschiktheid van bestuurders. Voor buitenlandse partijen die cryptodiensten in Nederland aanbieden is de AFM vanwege het EU-paspoort regime daarentegen wel afhankelijk van de toezichthouder in het land waarin de partij is gevestigd.

Met de introductie van MiCAR wordt een deel van de problemen geadresseerd, maar zullen risico's in de cryptomarkt niet volledig worden weggenomen. Er zijn bijvoorbeeld geen vereisten op het gebied van productontwikkeling opgenomen, adviesvereisten zijn minder zwaar dan onder de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), en er zijn geen verplichte datarapportages wat het moeilijk maakt voor toezichthouders om marktmisbruik op te sporen. Verder zijn er in MiCAR geen bepalingen opgenomen over het uitlenen van crypto's door instellingen (staking). Door crypto's van klanten uit te lenen aan derde partijen worden risico's versterkt,



en kunnen verliezen bij één partij doorwerken bij andere instellingen. Tot slot heeft MiCAR ook niet direct impact op de intrinsieke volatiliteit van crypto's en de risico's die dit met zich meebrengt. Kortom, MiCAR is een belangrijke eerste stap naar regulering van cryptomarkten maar laat sommige risico's ongeroerd.



Figuur 18: De marktkapitalisatie van de grootste 3 crypto's neemt langzaam toe, na grote verliezen in 2022. Bron: Macrobond.

Box 1: Faillissement FTX

Het faillissement van FTX is een voorbeeld van materialiserende risico's in de cryptowereld en toont de noodzaak aan van regulering van deze markt. Aanleiding voor het faillissement was een artikel op een crypto-nieuwswebsite waarin details van de balans van Alameda Research, een handelsfirma gelieerd aan FTX, werden gedeeld. Daarin werd de solvabiliteit van Alameda in twijfel getrokken omdat de activa voor een groot deel uit FTX's eigen tokens, FTT, bestonden terwijl de passiva voornamelijk leningen waren. Binance, de grootste cryptobeurs wereldwijd, kondigde vervolgens aan dat ze voor USD 500 miljoen FTT gingen verkopen waarna de prijs van FTT instortte. Twee dagen later publiceerden FTX en Binance een intentieverklaring waarin stond dat FTX zou worden overgenomen door Binance. Maar na slechts één dag van due diligence onderzoek besloot Binance de geplande aankoop niet door te laten gaan. Hierop volgde een afwaardering van 90% van FTT en een forse waarde-daling in andere crypto's. Klanten van FTX probeerden massaal hun activa weg te halen bij FTX. Enkele dagen later vroeg FTX faillissement aan. Uiteindelijk werd duidelijk dat FTX ca. USD 8 miljard tekortkwam. Dit leidde ook tot een domino-effect waarbij verschillende cryptopartijen in problemen kwamen, en het platform BlockFI zelfs failliet ging. Ook het Nederlandse platform Bitvavo leidde een verlies als gevolg van het faillissement van FTX. Wat bij heeft gedragen aan de enorme problemen bij FTX is o.a. de gebrekkige governance, het ontbreken van vermogensscheiding, onervaren bestuurders, het gebruik van hefboom-financiering (met FTT als onderpand) en intransparantie. Een aantal van deze factoren zullen door MiCAR worden gereguleerd, maar niet allemaal. Zo komen er bijvoorbeeld nog geen regels m.b.t. staking, het uitlenen van crypto's van klanten, wat heeft bijgedragen aan het verspreiden van de risico's.



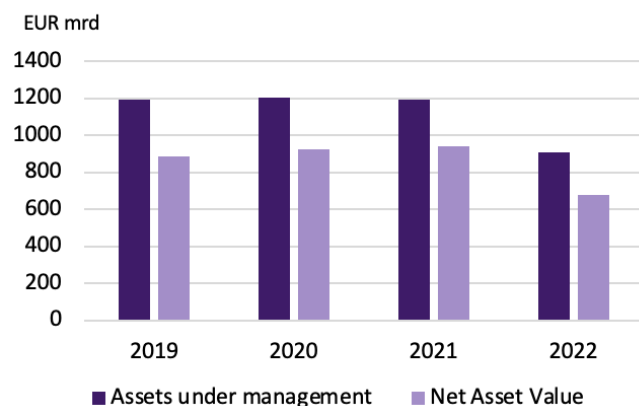


04 Risico's en trends vermogensbeheersector

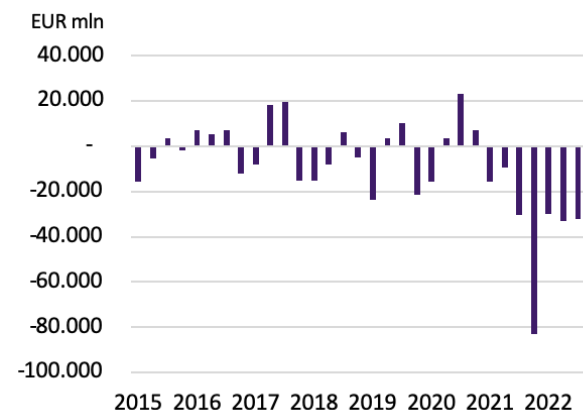
4.1 Algemene trends/ ontwikkelingen

4.1.1 Marktbeeld

Het totale beheerde vermogen bij Nederlandse alternatieve beleggingsinstellingen (AIF's) nam in 2022 aanzienlijk af, met name door de wereldwijde daling van de aandelenkoersen. Dit zorgde voor negatieve rendementen bij Nederlandse beleggingsinstellingen en daarmee een lager netto vermogen. Met name in het tweede kwartaal was het rendement van Nederlandse beleggingsinstellingen met -6% fors negatief. Aanvullend was er ook sprake van een netto-uitstroom bij Nederlandse beleggingsinstellingen. Deze ontwikkeling kwam vooral doordat pensioenfondsen relatief veel activa hebben verkocht, mede om te voldoen aan margeverplichtingen als gevolg van de gestegen rente (zie 4.2.2).



Figuur 19: Vermogen in AIF's is gedaald in 2022 door negatief rendement en uitstroom. Bron: AIFMD.



Figuur 20: De netto-inleg in Nederlandse beleggingsinstellingen was in 2022 negatief door uitstroom van pensioenfondsen. Bron: DNB.

4.1.2 Leverage-gebruik

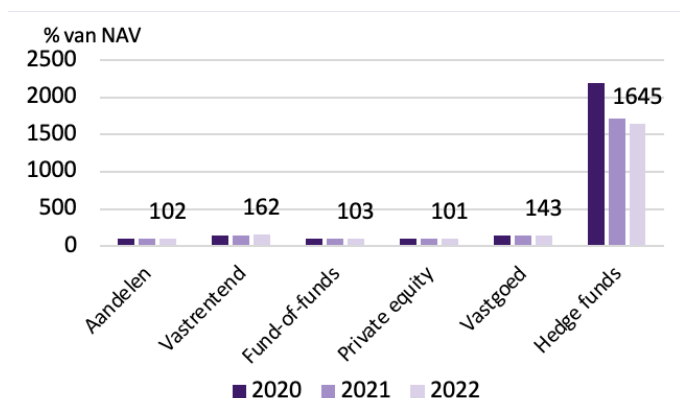
Hoewel het gebruik van leverage, ook wel hefboomfinanciering, op zichzelf geen risico is, kan het wel als katalysator dienen voor andere risicokanalen. Leverage ontstaat wanneer de blootstelling van een partij groter is dan het netto vermogen dat die partij bezit. Dat kan bijvoorbeeld d.m.v. schuldfinanciering (financiële leverage) of door het gebruik van derivaten (synthetische leverage). Bij overmatig gebruik van leverage kunnen beleggingsfondsen bijdragen aan systeemrisico's. De bestaande risico's die hierdoor mogelijk worden versterkt zijn (1) het risico van marktimpact, wanneer fondsen met zeer omvangrijke blootstelling marktbevingen veroorzaken; (2) het risico van fire-sales, wanneer fondsen gedwongen worden om activa versneld te verkopen om liquiditeit vrij te maken en zo prijseffecten teweeg brengen; en (3) het risico van overloopeffecten, wanneer andere financiële instellingen zijn blootgesteld aan beleggingsfondsen waardoor markt- en tegenpartijrisico's zich snel kunnen verspreiden.



In de Nederlandse asset managementsector is het leverage-gebruik bij de meeste fondsen ongeveer gelijk gebleven ten opzichte van vorig jaar⁷. Bij vastrentende fondsen is de hefboom iets toegenomen, en bij hedge funds juist afgenomen. Vooral liability driven investment fondsen (LDI) en hedge funds maken veel gebruik van leverage. Bij LDI-fondsen komt dit doordat dit type beleggingsfonds bedoeld is voor de renteafdekking van onder meer pensioenfondsen. Vanwege hun langlopende verplichtingen dekken pensioenfondsen het renterisico dat ze daarop lopen deels af met o.a. renteswaps, wat zorgt voor leverage. Door dit type leverage zijn LDI-fondsen blootgesteld aan liquiditeitsrisico vanuit margin calls op de rentederivaten (zie Box 2).

Hedge funds maken gebruik van zeer omvangrijke leverage, maar beleggen wel vaak in liquide activa. Vanwege het gebruik van synthetische leverage (derivaten) zijn hedge funds blootgesteld aan liquiditeitsrisico's, o.a. vanuit margin calls. Daar staat tegenover dat hedge funds voornamelijk in liquide activa beleggen. In Nederland zijn er slechts 19 hedge funds gevestigd van 9 beheerders. Zij hebben met een netto activawaarde van EUR 2.6 miljard ook een beperkte omvang. De totale activa onder beheer liggen vanwege de hefboom wel een stuk hoger met ca. EUR 28 miljard.

Er is een aantal manieren om de risico's van het gebruik van leverage door Nederlandse beleggingsinstellingen te beheersen. Allereerst zijn er vereisten voor fondsmanagers omtrent adequaat risicomanagement. Aanvullend is er in de AIFM-richtlijn een artikel opgenomen op basis waarvan toezichthouders een leveragelimiet bij beleggingsfondsen kunnen opleggen om financiële stabiliteitsrisico's te mitigeren. Zo heeft de Ierse centrale bank eind 2022 een leveragelimiet opgelegd aan Ierse vastgoedfondsen met als belangrijkste doel het voorkomen van gedwongen verkopen van vastgoedactiva in tijden van financiële stress. In Nederland ligt de verantwoordelijkheid hiervoor primair bij DNB, al monitort ook de AFM het leverage-gebruik bij beleggingsfondsen. De AFM is daardoor ook betrokken bij leverage-analyses in het kader van een mogelijke leveragelimiet. De leveragelimiet is volgens de AFM echter niet altijd effectief om leverage-gerelateerde risico's te mitigeren, bijvoorbeeld omdat dit alleen voor collectieve beleggingsfondsen zou gelden en niet voor individuele mandaten. De AFM en DNB hebben daarnaast uitgebreid aandacht voor het risico van margin calls op rentederivaten van pensioenfondsen en geven opvolging aan een Financieel Stabiliteitscomité (FSC)-aanbeveling op dit gebied (zie 4.2.2.).



Figuur 21: Leverage-gebruik in de AM-sector blijft stabiel, bij hedge-funds iets afgenomen.
Bron: Bloomberg.

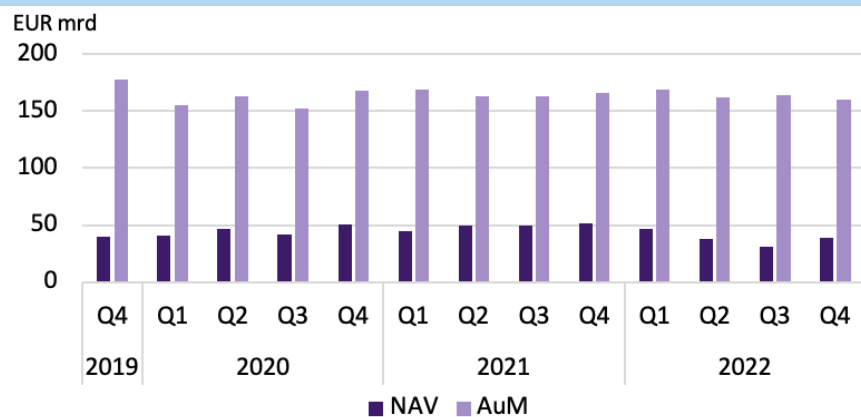
⁷ Leverage wordt berekend als percentage van de netto activawaarde. In het geval van Figuur 21 is gebruik gemaakt van de commitment methode. Hierbij wordt rekening gehouden met netting en hedging van bepaalde blootstellingen, en worden rentederivaten aangepast naar duratie. Bij een waarde van 100% is geen sprake van leverage.



Box 2: LDI-fondsen

In september 2022 leidde een forse stijging in de Britse staatsrente ertoe dat liability driven investment (LDI) fondsen in het VK in grote problemen kwamen. Voornamelijk *defined benefit* pensioenfondsen beleggen in LDI-fondsen om het renterisico op hun verplichtingen af te dekken. Door de plotse rentestijging kregen deze fondsen grote margin calls op hun rentederivaten en reposities. Om daaraan te kunnen voldoen verkochten ze Britse staatsobligaties, waardoor de rentestijging werd versterkt. Om de financiële stabiliteit te waarborgen greep de Bank of England (BoE) in door staatsobligaties op te kopen.

Veel van de LDI-fondsen waar Britse pensioenfondsen in beleggen zijn in Ierland en Luxemburg geregistreerd terwijl de beheerders van deze fondsen voornamelijk in Ierland en Nederland zijn gevestigd. De NAV van EU LDI-fondsen bedroeg eind 2021 ongeveer € 250 miljard (minder dan 4% van de AIF-sector). De NAV van gepoolde LDI-fondsen in Britse handen werd eind 2021 geschat op ongeveer € 230 miljard. Er zijn zo'n 193 LDI-fondsen van 8 fondsbeheerders geregistreerd in Nederland. Eind 2020 hadden deze fondsen een AuM van ca. EUR 160 miljard. Vanwege de hefboom ligt de NAV veel lager, ca. EUR 39 miljard.



Figuur 22: Assets under Management (AuM) en Net Asset Value (NAV) van Nederlandse LDI-fondsen. Bron: AIFMD.

Het risico op hetzelfde scenario bij in euro genomineerde LDI-fondsen, die gebruikt worden door Nederlandse pensioenfondsen, is beperkter. Bij de rentederivaten die zij beheren wordt namelijk gebruik gemaakt van de euroswaprente als vaste rente en meestal Euribor als variabele rente. De marktwaarde van deze contracten verandert als de euroswaprente stijgt of daalt. Een stijging in de Nederlandse staatsrente zal zich echter niet één-op-één vertalen in een stijging van de swaprente.

4.1.3 Commercieel vastgoed

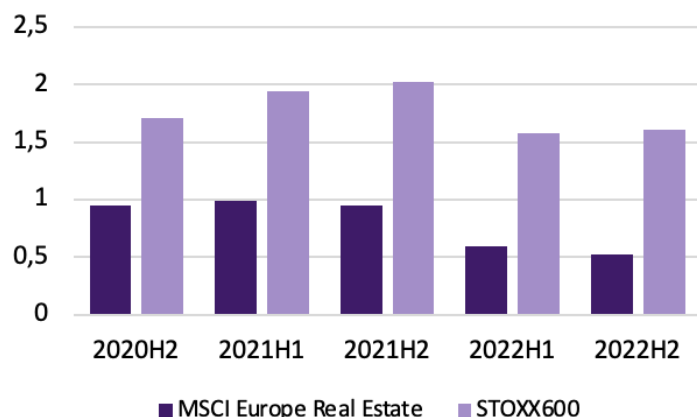
De Europese commercieel vastgoedsector is momenteel kwetsbaar door conjuncturele en structurele ontwikkelingen. Door de gestegen rente zien taxateurs waarderingen van vooral kantoren en logistieke hallen fors dalen⁹ en neemt het aantal transacties af. Ook bij beursgenoteerd vastgoed vinden waardedalingen plaats. Zo zijn de price-to-book ratio's van vastgoedbedrijven sterk gedaald en liggen deze fors lager dan de algemene aandelenindex. Beleggers waarderen het vastgoed dus sneller af waardoor de beurswaarde sneller daalt dan de boekwaarde. Gezien de risico's in deze markt heeft de AFM eerder gekeken naar de waarderingsprocedures bij beleggingsfondsen. Naar aanleiding hiervan heeft de AFM gewezen op het belang van adequate waarderingsprocedures en aandachtspunten gecommuniceerd naar beheerders van beleggingsfondsen die in commercieel vastgoed beleggen⁹.

De ESRB heeft in december 2022 de EU en nationale autoriteiten opgeroepen om de monitoring van systeemrisico's die voortvloeien uit de commerciële vastgoedsector te verbeteren.¹⁰ Conjuncturele risico's houden verband met een verhoogde inflatie, een verkrapping van de financiële voorwaarden, en een verslechtering van de groeivoorzichten. Kwetsbaarheden in verband met structurele veranderingen zijn onder meer de impact van klimaat gerelateerd economisch beleid en de verschuiving naar e-commerce. Bovendien heeft de coronapandemie de vraag naar flexibiliteit in verhuurbare kantoorruimte versneld.

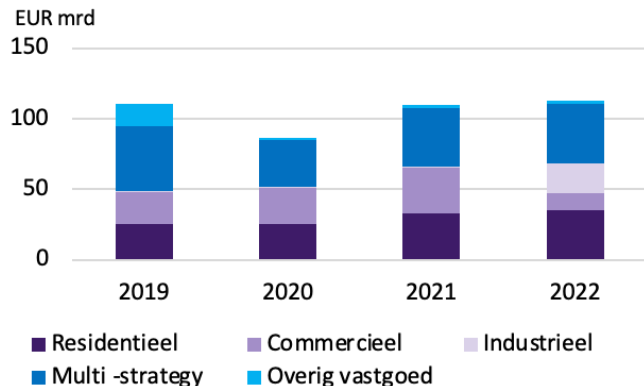
8 Zie FD: <https://fd.nl/bedrijfsleven/1465178/taxateurs-zien-waarde-commercieel-vastgoed-imploderen-gae-3caUZzFLL>.

9 Zie AFM sectorbrief waarderingsprocedures vastgoedfondsen.

10 ESRB issues a recommendation on vulnerabilities in the commercial real estate sector in the European Economic Area (europa.eu).



Figuur 23: De price-to-book ratio van Europese vastgoedaandelen is in 2022 fors gedaald en staat relatief laag. Bron: Bloomberg.



Figuur 24: Het vermogen van Nederlandse vastgoedfondsen dat in commercieel vastgoed wordt belegd is beperkt. Bron: AFM bewerkingen o.b.v. AIFMD-data.

Volgens de ESRB kunnen ongunstige ontwikkelingen in de commerciële vastgoedsector een systemische impact hebben op het financiële systeem en de reële economie. Allereerst zijn vooral kredietinstellingen, zoals banken, bijzonder bloot-

gesteld aan de commercieel vastgoedsector via het kredietrisico op leningen. Risico's met betrekking tot pensioenfondsen en verzekeringsondernemingen in commerciële vastgoedmarkten verschillen per rechtsgebied, als gevolg van verschillende bedrijfsmodellen en -praktijken, evenals verschillende marktstructuren. Het zich materialiseren van risico's op de commerciële vastgoedmarkt heeft ook een negatieve invloed op de kredietwaardigheid van securitisaties die worden gebruikt om sectorleningen te poolen en die worden aangehouden door kredietinstellingen of andere marktdeelnemers. Deze kwetsbaarheden kunnen worden versterkt door overloopeffecten tussen landen en door onderlinge verbanden tussen financiële instellingen. De risico's vanuit de commercieel vastgoedsector raakt ook de niet bancaire sector, met name open-end vastgoedfondsen (zie 4.2.1 voor risico's bij open-end fondsen). De AFM zal de komende tijd extra aandacht hebben voor deze sector, onder meer bij het monitoren van leverage en liquiditeit bij beleggingsfondsen.

4.2 Stabiliteitsrisico's

4.2.1 Mismatch / fund flows

Beleggingsfondsen die open-end zijn lopen liquiditeitsrisico wanneer zij te maken krijgen met forse uitstroom van vermogen als veel beleggers tegelijkertijd willen uittreden. Om aan de uitstroom te kunnen voldoen zal een deel van de activa liquide moeten worden gemaakt. Als de activa van het fonds niet op tijd liquide kunnen worden gemaakt om aan de uitstapverzoeken te voldoen kunnen er liquiditeitsproblemen ontstaan. Uiteindelijk hangt het liquiditeitsrisico dus af van de mate waarin beleggers uit een fonds willen stappen (de investor liquidity) en de mate en snelheid waarmee het fonds de activa kan verkopen (de portfolio liquidity).

Als veel beleggingsfondsen tegelijkertijd te maken krijgen met een forse uitstroom kan dit leiden tot potentiële risico's voor de financiële stabiliteit. Met name in stresssituaties kunnen er bij meerdere fondsen tegelijkertijd liquiditeitsrisico's ontstaan. Dit komt vooral doordat er dan vaak sprake is van veel beleggers die tegelijkertijd willen uitstappen, terwijl de marktomstandigheden het lastig kunnen maken om voldoende activa te verkopen. Vooral beleggingsfondsen die een relatief groot gedeelte van hun activa in illiquide beleggingen hebben geïnvesteerd zijn kwetsbaar voor liquiditeitsrisico's. Hierbij valt bijvoorbeeld te denken aan beleggingsfondsen



die voornamelijk investeren in (commercieel) vastgoed of bijvoorbeeld in risicovolle bedrijfsobligaties. Dit risico kan worden versterkt als er ook sprake is van het gebruik van de eerdergenoemde hefboomfinanciering. De collectieve omvang van dit soort fondsen is in Nederland echter beperkt. In Nederland hebben zich -ondanks de stress op de financiële markten - geen significante problemen voorgedaan.

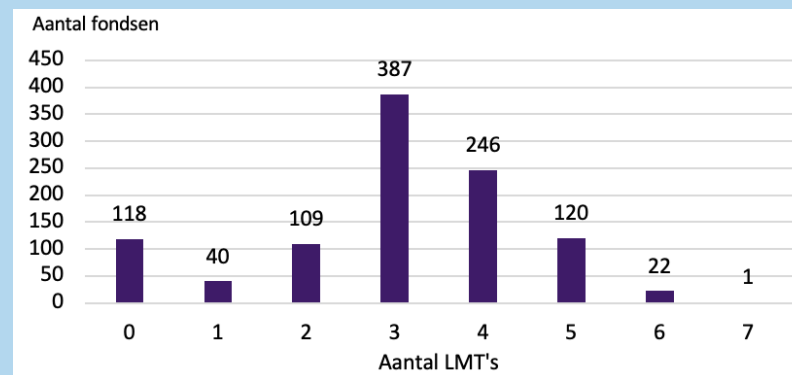
Er zijn een aantal elementen die ervoor zorgen dat liquiditeitsrisico's bij open-end beleggingsfondsen kunnen worden beheerst. Allereerst is het belangrijk om fondsen prudent vorm te geven. Hierbij is het bijvoorbeeld van belang dat de voorwaarden voor de uittreding uit fondsen goed op de onderliggende activa zijn afgestemd, zodat er geen liquiditeitsmismatch bestaat. Ook is het belangrijk dat er sprake is van een solide risicobeheer management, waarbij bijvoorbeeld gebruik wordt gemaakt van liquidity stress testing. In gevallen van marktstress moeten fondsen gebruik kunnen maken van instrumenten voor liquiditeitsbeheer (LMTs) om te zorgen voor een degelijk liquiditeitsmanagement (zie Box 3). Tot slot kunnen ook toezichthouders mogelijke risico's adresseren door daar waar nodig fondsen (tijdelijk) te sluiten voor uittreeders.

Box 3: Beschikbaarheid van LMT's bij Nederlandse beleggingsfondsen

Om liquiditeitsrisico's te beheersen, vooral in gestreste marktomstandigheden, kunnen asset managers gebruik maken van zogenaamde liquidity management tools (LMT's). LMT's kunnen enerzijds gericht zijn op het beperken van de uittredmogelijkheden voor beleggers (bijvoorbeeld door het instellen van gates) of het ontmoedigen van de uittredmogelijkheden voor beleggers (bijvoorbeeld door het uittreden te beprizen), anderzijds kunnen zij gericht zijn op de activa van het beleggingsfonds (bijvoorbeeld door het hanteren van een aankondigingsperiode of het teruggeven van effecten in plaats van geld).

De AFM heeft in 2022 bij alle AIFMD-beheerders en ICBE-vergunninghouders per beleggingsfonds uitgevraagd welke LMT's beschikbaar zijn en welke LMT's actief worden ingezet. In totaal gaat het om ruim 1000 beleggingsfondsen die worden beheerd door rond de 70 beheerders. Van deze beleggingsfondsen heeft de AFM nu goed zicht op de beschikbare en geactiveerde LMT's. Dit inzicht is voor de AFM belangrijk zowel vanuit het oogpunt van beleggersbescherming, als vanuit de mogelijke nadelige gevolgen voor de financiële stabiliteit.

Uit de analyse van de response op de uitvraag blijkt dat het overgrote deel van de beleggingsfondsen de beschikking heeft over 1 of meerdere LMT's. Van de 1043 beleggingsfondsen hebben slechts 118 beleggingsfondsen geen LMT beschikbaar. Voor de beleggingsfondsen die geen LMT in hun prospectus hebben opgenomen geldt dat het hierbij voornamelijk gaat om 'closed end' fondsen. In het geval van 'closed end' fondsen geldt dat deze niet direct te maken zullen krijgen met een uitstroom van beleggers. Beleggingsfondsen met beschikbare LMT's hebben vaak meer dan 1 LMT in het prospectus opgenomen. De meeste beleggingsfondsen hebben 3 of 4 LMT's tot hun beschikking. Bijna alle fondsen met een of meerdere LMT's hebben de LMT om tijdelijk terugbetalingen op te schorten tot hun beschikking, waarmee in ieder geval de grootste liquiditeitsrisico's worden ondervangen.



Figuur 25: Aantal LMT's beschikbaar per fonds. Bron: AFM.

Het is belangrijk dat beheerders over voldoende geschikte LMT's beschikken en regelmatig de procedures en kalibratie van LMT's reviewen om te bezien of deze nog passend zijn gegeven veranderende omstandigheden. Als een beheerder bepaalde LMT's wil inzetten kan dat alleen als de beoogde LMT in het prospectus behorende bij het beleggingsfonds is opgenomen. Er kunnen meerdere LMTs voor een fonds beschikbaar zijn en er kunnen ook meerdere LMT's tegelijkertijd worden ingezet. Tot slot is het van belang dat de beheerder relevante stakeholders tijdig informeren als het een LMT heeft ingezet.



4.2.2 Margin calls op derivatenportefeuilles van pensioenfondsen

Nederlandse pensioenfondsen maken onverminderd gebruik van rentederivaten om het renterisico dat ze lopen op hun langlopende verplichtingen af te dekken.

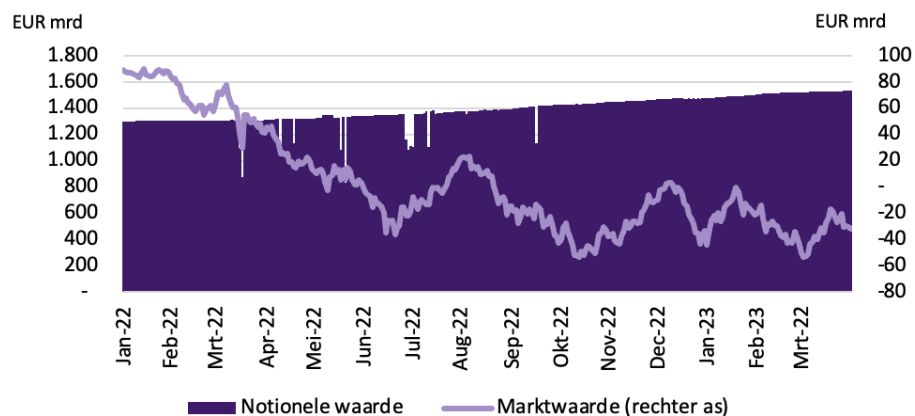
Pensioenfondsen lopen een renterisico doordat de looptijd van de beleggingen van pensioenfondsen niet matcht met de looptijd van de verwachte pensioenuitkeringen. Bij een dalende rente neemt de waarde van de verplichtingen (toekomstige uitkeringen) van pensioenfondsen toe. Om dit risico af te dekken gebruiken ze renteswaps, die juist in waarde stijgen bij een rentedaling. De totale notionele waarde van de rentederivaten, vooral renteswaps, bedroeg in maart ca. EUR 1.538 mrd, waarmee ze het grootste deel van de derivatenmarkt omvatten. Nu de rente is gestegen is de marktwaarde van de rentederivaten sterk gedaald. Begin 2022 lag de marktwaarde nog rond de EUR 90 mrd. In maart 2023 was dit afgenomen tot ca. EUR -30 mrd. Het is de verwachting dat ook onder het nieuwe pensioenstelsel nog steeds een belangrijke rol is weggelegd voor het afdekken van het renterisico. Tot slot lopen pensioenfondsen ook valutarisico op bijvoorbeeld beleggingen in dollars, die ze ook afdekken met derivaten.

Grote uitstaande derivatenportefeuilles van pensioenfondsen vormen een potentieel risico voor de financiële stabiliteit.

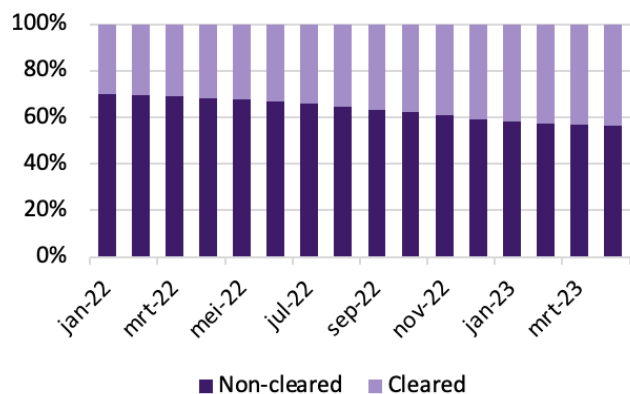
In geval van een hoge mate van volatiliteit op financiële markten kunnen pensioenfondsen met omvangrijke marginverplichtingen worden geconfronteerd met daarbij de verplichting om tijdig liquiditeit vrij te kunnen maken. Als dit grootschalig gebeurt, kan ook druk ontstaan op onderliggende markten, waardoor minder liquiditeit beschikbaar is. Schattingen van de AFM en DNB op basis van EMIR data geven aan dat de rentegevoeligheid van derivaten van Nederlandse pensioenfondsen ongeveer EUR 600 miljoen per basispunt bedraagt.

Pensioenfondsen zullen vanaf juni 2023 al hun nieuwe rentederivatentransacties centraal moeten afwickelen waardoor naar verwachting de liquiditeitsdruk zal toenemen.

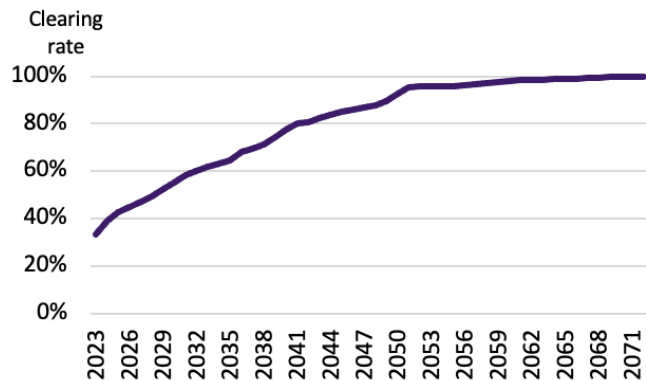
Sinds de introductie van de clearingverplichting in de *European Markets Infrastructure Regulation* (EMIR) moeten bepaalde gestandaardiseerde OTC-derivaten transacties centraal worden gecleared bij CCP's. Voor pensioenfondsen gold een vrijstelling op deze bepaling, zodat ze tijd hebben om hun systemen en processen op orde te brengen om hun omvangrijke rentederivatenposities naar centrale clearing te brengen i.p.v. bilateraal. Deze vrijstelling loopt, na een aantal keer te zijn verlengd, in juni 2023 af. Hierdoor krijgt centrale clearing een nog belangrijkere rol. Tevens zorgt dit voor additionele liquiditeitsdruk bij pensioenfondsen, bijvoorbeeld omdat margin calls bij centraal geclearde contracten altijd in cash moeten worden voldaan, terwijl in bilaterale contracten het in stresssituaties vaak ook mogelijk is om het onderpand in de vorm van stukken (bijvoorbeeld hoogwaardig staatspapier) te voldoen. Uit positierapportages blijkt dat pensioenfondsen al een tijd bezig zijn om in toenemende mate hun derivaten transacties centraal te clearen. Op dit moment wordt ca. 40% van de uitstaande renteswaps (o.b.v. notionele waarde) centraal gecleared. Op basis van de looptijden van de huidige renteswaps schatten we in dat in 2033 ca. 62% van de notionele waarde centraal gecleared wordt en in 2043 ca. 83%.



Figuur 26: De notionele waarde van rentederivaten van pensioenfondsen is verder toegenomen terwijl de marktwaarde is gedaald. Bron: EMIR.



Figuur 27: het aandeel geclearde rentederivaten blijft toenemen. Bron: AFM bewerkingen o.b.v. EMIR data.



Figuur 28: Door verplichte clearing van rentederivaten voor pensioenfondsen neemt de verwachte clearing rate over tijd toe. Bron: AFM bewerkingen o.b.v. EMIR data.

DNB en AFM gaan nader onderzoek doen naar de potentiële liquiditeitsrisico's bij Nederlandse pensioenfondsen en de betrokken uitvoerende vermogensbeheerders.

In het algemeen beschikken zij 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. Het FSC heeft aan DNB en de AFM dan ook een aanbeveling gedaan 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.



05 Risico's voor klanten van financiële instellingen

5.1 Algemene trends / ontwikkelingen

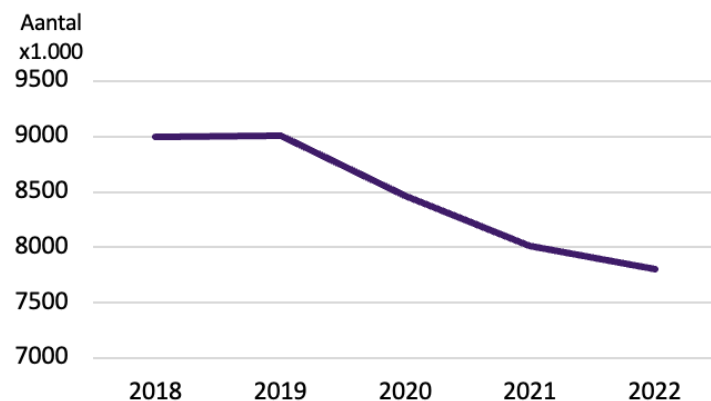
Door de hoge inflatie is de koopkrachtontwikkeling voor de meeste huishoudens over de periode 2022 - 2024 bezien licht negatief. Volgens ramingen van het Centraal Planbureau (CPB)¹¹ zal met name in 2024 een verbetering van de koopkracht optreden als gevolg van een stijging van de lonen. Over de gehele periode 2022 - 2024 daalt de koopkracht voor het mediane huishouden naar verwachting met ongeveer 1%. Deze relatief beperkte daling - ondanks de hoge inflatie - komt voor het overgrote deel door overheidsingrijpen wat een grote en kwetsbare groep heeft geholpen. Tegelijkertijd zet het de overheidsfinanciën onder druk en zal dit naar verwachting vroeg of laat leiden tot bezuinigingen of lastverzwaringen op andere terreinen. Een ander afzwakkend effect volgde uit de overschatting van de werkelijke inflatie door het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS). Daar staat tegenover dat de kerninflatie – i.e. inflatie exclusief voedsel en energie – al lange tijd hoog is en dat volgens ramingen ook nog wel een tijd zal blijven. Voor het overgrote deel is dit toe te schrijven aan tweede orde effecten van gestegen energieprijzen en loonkosten die met een vertraging doorwerken.

Per saldo is de pijn van de hoge inflatie ongelijk verdeeld en worden met name de lagere inkomens harder geraakt. Huishoudens met een laag inkomen worden harder geraakt door de inflatie, omdat de hogere energielasten en voedselprijzen een relatief groter deel uitmaken van de uitgaven. Deze "inflatieongelijkheid" wordt niet meegenomen in de koopkrachtberekeningen. Bij deze groep is de kans op financiële stress groter en kan dit leiden tot suboptimale beslissingen zoals stapeling van (consumptieve) kredieten, toenemend gebruik van buy-now-pay-later en private lease, onderverzekering en marginale pensioenopbouw. Met name in 2024 zullen lagere inkomens in de financiële problemen kunnen komen als een aantal tijdelijk genomen

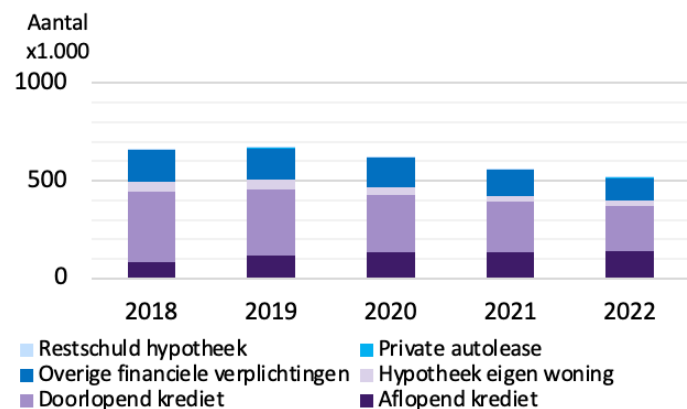
maatregelen wegvalt. De (structurele) verhoging van het minimumloon sinds 1 januari leidt tot enige verlichting, maar zal mogelijk voor een grote groep onvoldoende blijken.

Tot nu toe is er nog sprake van een daling van het aantal personen met een consumptief krediet en betalingsachterstanden. Volgens de meest recente BKR Monitor (2023) is het aantal consumptieve kredieten in 2022 verder afgenomen, ook is het aantal personen met een consumptief krediet afgenomen. Het aantal betaalachterstanden is in 2022 afgenomen. Onder de groep jongeren is het aantal betalingsachterstanden wel toegenomen en relatief hoog. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat het BKR geen volledig beeld geeft, het gebruik van buy-now-pay later of abonnementen worden bijvoorbeeld niet geregistreerd.

¹¹ Centraal Economisch Plan 2023.



Figuur 29: Het aantal personen met een consumptief krediet is in 2022 afgenomen. Bron: BKR-monitor 2022.



Figuur 30: Het aantal personen met een betaalachterstand per kredietsoort is ook afgenomen. Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. BKR-monitor 2022.

De pensioentransitie zal de komende periode ook voor veel deelnemers een belangrijke impact hebben. Zo zullen pensioenuitvoerders hun deelnemers tijdig en correct moeten informeren over de impact van de nieuwe pensioenwetgeving. Een specifiek aandachtspunt hierbij is het op orde hebben van de pensioenadministratie bij pensioenuitvoerders (zodat het omzetten van het pensioenvermogen goed verloopt). Een belangrijk gevolg van het nieuwe pensioenstelsel is dat deelnemers frequenter geconfronteerd zullen worden met wijzigingen in de pensioenuitkering. Dit vraagt om zorgvuldige communicatie vanuit pensioenuitvoerders. Het nieuwe pensioenstelsel en de daaruit voortvloeiende nieuwe toezichttaken hebben belangrijke consequenties voor het AFM-toezicht. De door pensioenuitvoerders op te stellen communicatieplannen, waarin zij beschrijven hoe deelnemers worden geïnformeerd over de overgang naar het nieuwe stelsel, zullen door de toezichthouder bekeken worden. Daarnaast zal de AFM onder meer toezicht houden op de begeleiding van deelnemers bij het maken van (potentieel impactvolle) keuzes binnen de pensioenregeling, zoals de nieuwe keuze voor het 'bedrag ineens' op pensioendatum.

5.2 Stabiliteitsrisico's

5.2.1 Huizenmarktrisico's

De forse huizenprijzenstijging van de afgelopen jaren is ten einde gekomen en prijzen laten sinds augustus een dalende trend zien. In het eerste kwartaal van 2023 daalden de huizenprijzen in Nederland volgens het CBS met 1.6% (k-o-k) en jaar op jaar lieten de huizenprijzen in maart een daling zien van 2.3%. Het is de verwachting dat de huizenprijzen de komende periode geleidelijk verder zullen dalen. Dit kan deels worden gezien als een gezonde correctie van de forse prijsstijgingen in de afgelopen jaren, maar er kan niet worden uitgesloten dat de prijsdaling dieper zal zijn dan nu wordt verwacht. De belangrijkste onderliggende oorzaak van de daling is de forse stijging van de hypotheekrente, maar ook de stijging van de energieprijzen en de onzekere economische vooruitzichten spelen een rol.

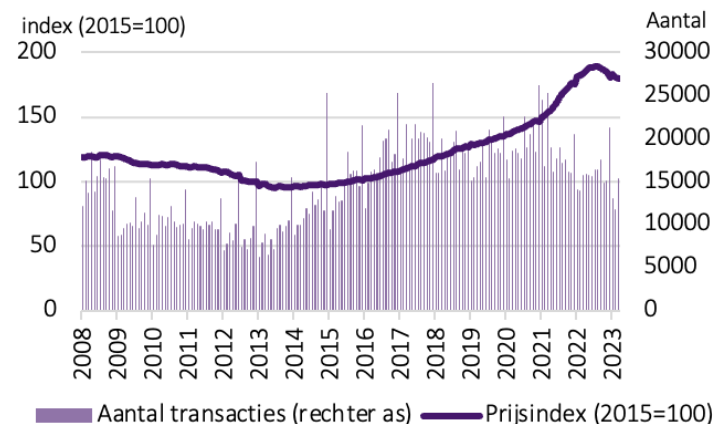
De hoogte van de Nederlandse hypotheekschuld kan risico's met zich meebrengen voor de financiële stabiliteit. Door de op macro-niveau hoge hypotheekschuld kunnen hypotheekverstrekkers potentieel gelijktijdig grote verliezen leiden op hun hypotheekportefeuille, wat een risico kan vormen voor de financiële stabiliteit.



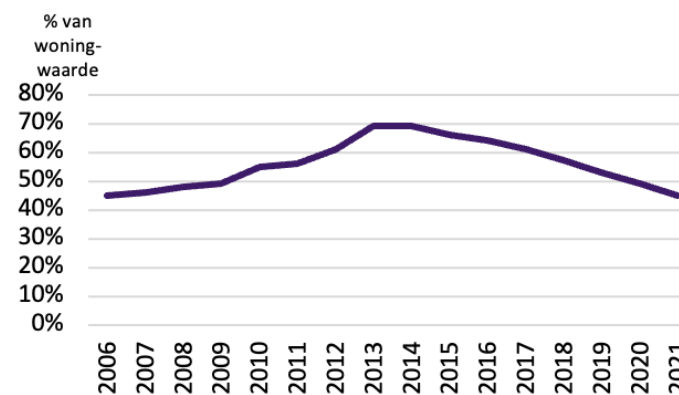
Wat meer indirect kunnen huishoudens bij een grote waardedaling van de huizenprijzen, met name als huizen onder water komen te staan, de consumptie fors verminderen wat via economische effecten impact kan hebben op het financiële stelsel. De huidige economische ontwikkelingen zouden deze risico's kunnen vergroten. Zo kan de hoge inflatie en gestegen rente leiden tot een groter risico op betalingsproblemen. Dit geldt in het bijzonder als de inflatie hoger uitvalt dan de loongroei. Bovendien kan een verdere daling van de huizenprijzen ervoor zorgen dat woningen onder water komen te staan. Dit zal dan met name gelden voor huishoudens die relatief recent een eerste woning hebben gekocht en dus nog niet veel hebben afgelost en ook geen overwaarde hebben opgebouwd.

De stabiliteit van de Nederlandse woning hypotheekmarkt staat er echter – mede door wijzigingen in wet- en regelgeving in de afgelopen jaren – relatief goed voor.

Sinds de grote financiële crisis in 2008 en 2009 en de daaropvolgende Europese schuldencrisis zijn er belangrijke hervormingen op de Nederlandse woning hypotheekmarkt doorgevoerd. Deze hervormingen hebben gezorgd voor een betere bescherming van de consument en een verbetering van de financiële stabiliteit. Belangrijke wijzigingen die hieraan bijdragen zijn de verplichting om een hypotheecaire lening binnen 30 jaar (tenminste) annuïtair af te lossen om in aanmerking te komen voor hypotheekrenteaftrek, de verlaging van het maximale tarief waartegen nieuwe en bestaande gevallen hun hypotheekrente kunnen aftrekken, de wettelijke verankering van de LTI-norm en de verlaging van de LTV tot maximaal 100%.



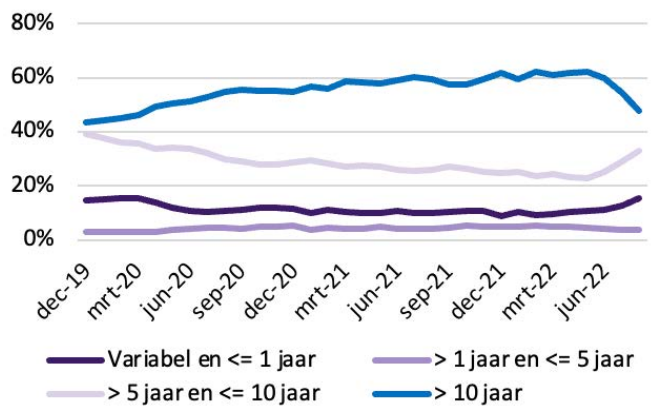
Figuur 31: Huizenprijzen dalen en transacties nemen af. Bron: CBS.



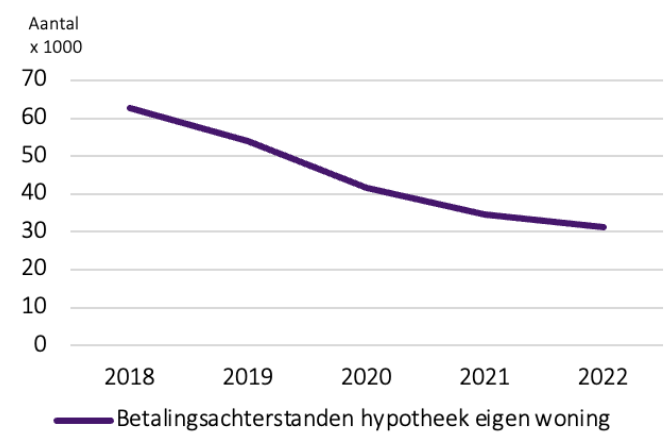
Figuur 32: De hypotheekschuld als percentage van de woningwaarde is al jaren aan het dalen. Bron: CBS.



Als gedragstoezichthouder op de kredietverstrekking en de naleving van de leennormen voor hypotheek draagt ook de AFM bij aan financiële stabiliteit op de huizenmarkt. De leennormen hebben op microniveau als doel om woningeigenaren te beschermen tegen overkreditering en restschuld. Door toe te zien op de naleving van de leennormen wordt hiermee ook op macroniveau bijgedragen aan de financiële stabiliteit. Immers als kredietverstrekkers zich houden aan de leennormen zorgt de koppeling van de leennormen aan het inkomen ervoor dat bubbelvorming in tijden van economische voorspoed wordt voorkomen. Aanvullend zorgt de LTV van maximaal 100% in combinatie met de (fiscale) prikkel om af te lossen voor een geringere kans dat bij gedwongen verkoop huishoudens achterblijven met een restschuld. Bij de naleving van de normen heeft de AFM ook oog voor maatwerk. Vanwege de robuuste opzet werkt de standaard leennorm voor huizenkopers met afwijkende inkomsten en uitgavenpatronen niet altijd. Er mag dan ook worden afgeweken van de standaard leennorm als dit voor de klant verantwoord is en de afwijking een bestendige (op termijn houdbare) situatie betreft. Het is bij een 'maatwerkhypotheek' dan ook van belang dat op een zo objectief mogelijke wijze wordt beoordeeld of de hypotheek verantwoord en bestendig is. Zo wordt op een verantwoorde manier ook bijgedragen aan de toegankelijkheid van de woningmarkt.



Figuur 33: Het grootste deel van huishoudens zet rente lang vast, variabel wint recent iets aan terrein. Bron: AFM bewerkingen o.b.v. DNB data.



Figuur 34: Ook in 2022 was er sprake van een daling van betaalachterstanden op hypotheek. Bron: BKR-monitor 2022.

De afgelopen periode met huizenprijzdalingen, een stijgende rente en hoge inflatie laat zien dat de hervormingen en de naleving van de leennormen ervoor hebben gezorgd dat huishoudens weerbaar zijn, maar de toekomst blijft onzeker.

Ondanks de gestegen rente en hogere energielasten is er geen sprake van grote betaalachterstanden op hypotheek. Dit komt ook doordat de hypotheekrente door Nederlandse huishoudens voor een relatief lange periode wordt vastgezet en deze in het algemeen kan worden meegenomen bij verhuizing. Hoewel het afgelopen jaar het gebruik van een kortere rentevasteperiode iets is toegenomen kunnen ook deze huishoudens door de toetsrente-methode goeddeels een eventuele stijging van de rente opvangen. Uiteraard moet deze ontwikkeling goed in de gaten worden gehouden en kunnen betaalachterstanden oplopen, zeker als de verwachte stijging van de werkloosheid zich daadwerkelijk gaat voltrekken of als de koopkracht de komende jaren toch onder druk komt te staan. Maar ook bij het oplopen van betaalachterstanden is het risico klein dat grote groepen huishoudens met een restschuld blijven zitten bij een eventuele verkoop van de woning als gevolg van de relatief lage gemiddelde LTV. Het zijn dan met name huishoudens die relatief recent een woning hebben gekocht die kwetsbaar zijn bij een daling van de huizenprijzen.



Heeft u vragen of opmerkingen over deze publicatie?

Stuur een e-mail naar: redactie@afm.nl



Autoriteit Financiële Markten

Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam

Telefoon

020 797 2000

www.afm.nl

Dataclassificatie

AFM-Publiek

Volg ons: →



De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante financiële markten. Als onafhankelijke gedragstoezichthouder dragen wij bij aan duurzaam financieel welzijn in Nederland.

De tekst van deze publicatie is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door veranderende wet- en regelgeving op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet actueel is op het moment dat u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door of in verband met acties ondernomen naar aanleiding van deze tekst.

© Copyright AFM 2023