Implicaties van de coronacrisis voor de financiële stabiliteit

Autoriteit Financiële Markten – 5 juni 2020

Deze notitie beschrijft de belangrijkste stabiliteitsrisico's als gevolg van de coronacrisis op terreinen waar de AFM toezicht op houdt. De analyse gaat in op de gebeurtenissen op kapitaalmarkten, bij beleggingsfondsen en in de marktinfrastructuur toen de virusuitbraak leidde tot grote marktonrust en beziet de huidige risico's. Daarbij komen ook de stabiliteitsrisico's voor huishoudens en bedrijven aan bod.

1 Samenvatting

- Na de grote marktvolatiliteit in maart en april zijn kapitaalmarkten momenteel in rustiger vaarwater. Vooruitkijkend is een risico dat tegenvallende pandemieontwikkelingen opnieuw het functioneren van markten onder druk zet.
- Marktpartijen dienen in de huidige omstandigheden, waarbij veel mensen vanuit huis werken, extra aandacht te hebben voor operationele risico's. Cyberrisico's en risico's op het terrein van informatiebeveiliging zijn toegenomen.
- De Nederlandse vermogensbeheersector heeft de onrust goed doorstaan, soms mede door de inzet van liquiditeitsinstrumenten, maar wordt door de onzekere economische situatie geconfronteerd met een aantal risico's, zoals het snel oplopen van afwaarderingen van bedrijfsobligaties en een waardedaling van vastgoed en andere illiquide activa. Ook kan nieuwe marktonrust wederom leiden tot hoge margeverplichtingen op uitstaande derivaten. Het blijft belangrijkrijk dat fondsbeheerders hierop zijn voorbereid en tijdig de juiste liquiditeitsinstrumenten inzetten.
- De coronacrisis vergroot voor huishoudens de schuldenproblematiek. Risico's zijn het hoogst bij werknemers met flexibele contracten, ZZP'ers en werknemers in kwetsbare sectoren. Het stelsel van schuldsanering dient toegerust te zijn op een toename van schuldproblematiek. Specifiek moeten kredietverstrekkers erop voorbereid zijn om samen met hun klanten naar een duurzame oplossing te zoeken. Bij nieuwe hypotheken en consumptieve kredieten dienen kredietverstrekkers extra aandacht te hebben voor de inkomensbestendigheid van huishoudens. Voorkomen moet worden dat de oplossingen van vandaag leiden tot de problemen van morgen.
- Het MKB wordt hard geraakt door de coronacrisis en de economische neergang leidt tot verslechterde vooruitzichten. De steunmaatregelen van de overheid helpen op de kortere termijn bedrijven in hun voortbestaan. Op middellange termijn zal een deel van het MKB in de problemen komen. De mate waarin dit gebeurt, hangt af van duur en aard van de recessie. Een les uit de vorige crisis is dat het belangrijk is dat banken daarop zijn voorbereid en voldoende capaciteit hebben om samen met ondernemers te zoeken naar de juiste oplossingen.
- De coronacrisis zet de financiële positie van pensioenfondsen en verzekeraars verder onder druk. Pensioenfondsen dienen hun deelnemers er duidelijk op te wijzen wat hiervan de consequenties zijn. Verzekeraars dienen in hun kapitaal- en dividendbeleid rekening te houden met de ontwikkeling van hun financiële positie op lange termijn om zo het klantbelang te borgen.

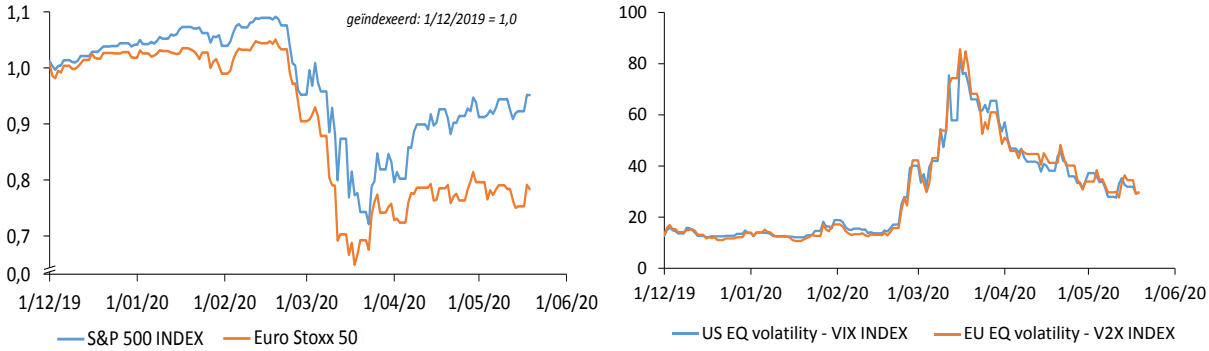
2 Ontwikkeling kapitaalmarkten tijdens de coronacrisis

Toen in maart duidelijk werd dat de coronapandemie de westerse economieën hard zou raken leidde dat tot sterke koersdalingen en het opdrogen van belangrijke kapitaalmarkten. Centrale banken moesten ingrijpen om marktliquiditeit te herstellen. Hoewel markten inmiddels in rustiger vaarwater zijn gekomen, heerst nog steeds grote onzekerheid.

2.1 Risicobeeld kapitaalmarkten

De coronacrisis leidt vooral in maart tot grote onrust op kapitaalmarkten. Aandelenkoersen krijgen wereldwijd harde klappen. Zo daalde de AEX-index op 9 maart met 7,7 procent, het grootste dagverlies sinds 2008. In het verlengde hiervan stijgt ook de marktvolatiliteit, zie figuur 1. Tegelijkertijd is er een sterke groei in het aantal handelstransacties, omdat marktpartijen hun posities aanpassen.

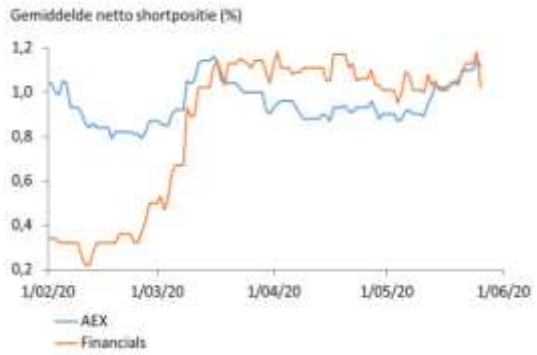
Figuur 1, aandelenkoersen dalen sterk, terwijl marktvolatiliteit piekt



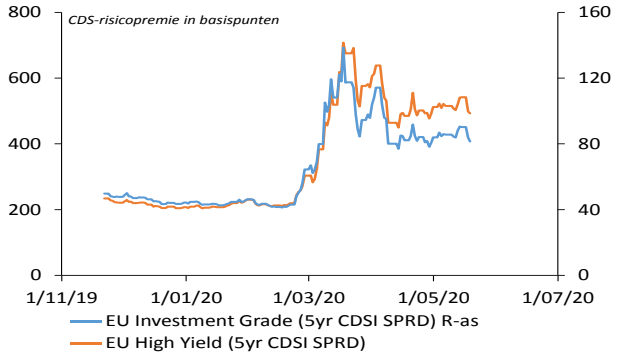
Tijdens deze periode van marktonrust nemen de *short*-posities op aandelen toe. Om beter inzicht te krijgen in de posities besluiten kapitaalmarktoezichthouders in ESMA-verband om de grens voor de meldingsplicht voor *short*posities te verlagen van 0,2 naar 0,1 procent. Toezichthouders in Frankrijk, Spanje, Italië, Oostenrijk België en Griekenland gaan een stap verder en stellen een *short-sell*verbod in. Anders dan tijdens de kredietcrisis geldt dit voor alle aandelen die in deze landen worden verhandeld, niet alleen voor aandelen van financiële partijen. De AFM besluit, net als onder meer Duitsland en het VK, om *short-selling* niet te verbieden. *Short-posities* lopen in Nederland wel op, maar stabiliseerden zich, zie figuur 2. Ook blijft de aandelenmarkt goed functioneren. Inmiddels zijn alle Europese *short-sell*verboden weer opgeheven.

Tijdens de onrust blijft de markt voor Europese staatsobligaties relatief liquide, wel lopen de rentes op Zuid-Europese staatsobligaties op en grijpt de ECB in om dit te stoppen. In de eerste helft van maart loopt de 10-jaars rente op Italiaanse staatsobligaties op van zo'n 1,5 tot 2,4 procent. Hoewel de ECB eerst probeert afzijdig te blijven, grijpt de bank alsnog in als duidelijk wordt dat zorgen over oplopende risicopremies de stabiliteit van de eurozone op het spel zet. De ECB verhoogt eerst het *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) en laat vervolgens de landenlimieten los. Dat stopt de rentestijging.

Figuur 2, short-sell posities stabiliseren



Figuur 3, risicopremies bedrijfsobligaties stijgen sterk



Tegelijkertijd lopen de rentes op bedrijfsobligaties sterk op en ook hier grijpt de ECB in. Door het stilvallen van de economie nemen risico's toe en neemt de marktliquiditeit af. Dit leidt tot sterk opgelopen *bid-ask spreads*, vooral voor minder kredietwaardige obligaties. Rentes op de meer kredietwaardige (*investment grade*) obligaties stijgen eveneens sterk, zie figuur 3. Omdat veel van deze obligaties de relatief lage triple-B beoordeling heeft, wordt duidelijk dat een groot aantal hun IG-status zal verliezen. Marktpartijen schatten dat dit jaar in Europa 7.5 procent van de BBB-obligaties (EUR 100 miljard) de investeringsstatus zal verliezen. De ECB besluit om de onderpandvoorwaarden te versoepelen, zodat ook obligaties met een lagere kredietstatus beleenbaar zijn. Dit beperkt de procyclische effecten van de afwaarderingen.

Zakenbanken schroeven hun *market-making* activiteiten terug, waardoor de liquiditeit in markten afneemt. Dit is goed verklaarbaar gezien de toegenomen risico's, hogere *bid-ask spreads* en het gegeven dat bankmedewerkers vanuit huis opereren, wat de verantwoording van grote orders lastiger maakt. Het effect is echter wel dat in markten die afhankelijk zijn van de intermediaire rol van zakenbanken, zoals de bedrijfsobligatiemarkt en derivatenmarkten, de liquiditeit opdroogt. Dit onderstreept het binaire karakter van liquiditeit in sommige markten. Onder normale omstandigheden is er voldoende liquiditeit maar die droogt snel op als volatiliteit piekt. Handelaren voor Eigen Rekening (HERs) blijven tijdens de volatiele marktomstandigheden aanwezig op de markten waarop ze actief zijn, zoals de aandelen- en ETF-markt en dragen zo bij aan liquiditeit.

2.2 Toezicht kapitaalmarkten

Verbod op *short-selling*

De AFM heeft in tegenstelling tot diverse andere lidstaten besloten om geen *short-sell*verbod in te stellen. De AFM heeft geconstateerd dat zelfs tijdens de meest volatiele perioden de Nederlandse aandelenmarkt goed is blijven functioneren. Hoewel de volatiliteit en het volume ongekend was, vonden vraag en aanbod elkaar op een ordentelijke wijze en waren er geen grote operationele problemen. De forse marktbewegingen weerspiegelden de economische onzekerheid en waren niet zozeer een gevolg van speculatieve handel. Ook was de ontwikkeling van *short*posities in de optiek van de AFM geen reden tot zorg. Posities liepen begin maart weliswaar op, maar stabiliseerden zich.

Kapitaalsvereisten en marktliquiditeit

Vanuit een prudentieel perspectief is het logisch dat voor activiteiten zoals *market-making* significante kapitaalseisen gelden. Een bijwerking is echter wel dat dit het binaire karakter van liquiditeit in kapitaalmarkten versterkt. De ECB lijkt zich hiervan bewust. Op 16 april kondigde de ECB aan dat ze een tijdelijke verlaging van de kapitaalsvereisten voor markrisico toestaat, met als doel marktliquiditeit te verbeteren.

3 De vermogensbeheersector

De coronacrisis heeft geleid tot grote onttrekkingen uit beleggingsfondsen in Europa en de VS. Ook hierbij was ingrijpen van centrale banken nodig om de rust te herstellen. In Nederland valt de uitstroom mee, onder meer vanwege het grote aandeel relatief stabiel pensioenvermogen in de sector. Wel leiden margeverplichtingen op derivatenposities tot liquiditeitsdruk. De huidige onzekere economische situatie confronteert fondsen met nieuwe risico's.

3.1 Risicobeeld vermogensbeheer

De coronacrisis leidt tot grote uitstroom uit Europese beleggingsfondsen, vooral fondsen die beleggen in minder liquide activa worden geraakt. In maart stroomt in totaal EUR 246 miljard uit Europese fondsen. Dit is meer dan tweemaal zo veel als tijdens de zwaarst getroffen periode van de financiële crisis, toen beleggers in oktober 2008 EUR 108 miljard uit fondsen onttrokken. Uitsplitsing

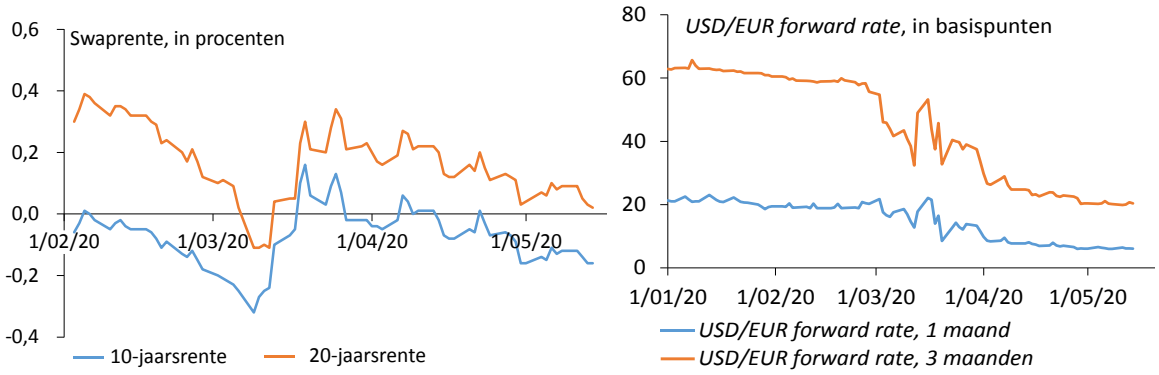
naar type fonds wijst op kwetsbaarheden bij fondsen die beleggen in minder liquide activa, wat in overeenstemming kan zijn met een dynamiek van *first-mover advantage*.

Europese geldmarktfondsen laten een opvallend patroon van eerst instroom en daarna uitstroom zien. Waar deze fondsen initieel als veilige haven worden gezien, zorgt de marktstress, en de daardoor toegenomen vraag naar liquiditeit, voor uitstroom uit geldmarktfondsen. Amerikaanse geldmarktfondsen verloren in maart meer dan een tiende van hun activa. De FED heeft vanwege de stress in geldmarktfondsen ingegrepen en noodleningen aan fondsen verstrekt, zodat zij kunnen voldoen aan onttrekkingen. Met het ingrijpen van de FED keert ook de rust terug bij Europese geldmarktfondsen, waar sindsdien sprake is van instroom.

Beleggingsfondsen in Europa trotseren relatief goed de recente marktstress, onder meer doordat zij tijdig liquiditeitsmanagementinstrumenten (LMTs) inzetten. Beleggingsfondsen kunnen door het inzetten van zulke instrumenten de uitstroom van liquiditeit beperken. Dit geeft fondsbeheerders de tijd om hun portefeuilles aan te passen, waardoor ze snelle verkoop van activa vermijden. Het meest vergaande instrument is het opschorten van een fonds. Het aantal opschortingen is echter beperkt en is veelal veroorzaakt doordat beheerders de onderliggende waarde niet kunnen waarderen. Dit betreft vooral vastgoed met dagelijkse liquiditeit en *high yield* fondsen.

In Nederland hebben enkele vergunninghoudende beheerders buitengewone liquiditeits-instrumenten ingezet. [1] Een deel van deze fondsen heeft de uittreding opgeschort, één daarvan is in liquidatie gegaan. Het betreft een klein fonds dat vanwege het gebruik van derivaten, wat tot margeverplichtingen leidt, in problemen kwam. Verder heeft een groot aantal subfondsen van twee beheerders de *swing pricing* aangepast tot boven het, in normale omstandigheden, maximale niveau. De normale *swing*factoren bleken onvoldoende. Daarom moesten beide beheerders overgaan tot een buitengewone verhoging van swingfactoren op basis van de prospectusclausule dat sprake is van buitengewone marktomstandigheden. De AFM heeft met de beheerders gesproken om na te gaan of ze in overeenstemming met hun prospectus opereerden en beleggers adequaat hebben geïnformeerd.

Figuur 5, hoge volatiliteit swaprente en schommelingen in USD/EUR koers in maart



De fluctuaties in rentes en wisselkoersen leiden tot grote margeverplichtingen voor Nederlandse vermogensbeheerders. Nederlandse vermogensbeheerders beheren grote derivatenportefeuilles, veelal uit naam van pensioenfondsen en verzekeraars die hiermee hun rente- en valutarisico afdekken. Zij worden in maart en april geconfronteerd met volatiliteit in de swaprente en EUR/USD-*forward*markt, zie figuur 5. Dit gaat gepaard met grote margeverplichtingen. Derivaten staan bloot aan tegenpartijrisico en om dat af te dekken wisselen marktpartijen onderpand uit. Bij afwikkeling via een

[1] Alleen vergunninghoudende entiteiten rapporteren de inzet van buitengewone liquiditeitsinstrumenten. Zogenaamde light beheerders staan niet onder toezicht van de AFM en hebben ook geen rapportageplicht.

centrale tegenpartij (CCP), zoals bij rentederivaten gebruikelijk is, dient deze onderpandverplichting in cash te worden voldaan. Daarom leidt de hoge volatiliteit in deze markten tot grote kasstromen tussen partijen. Vanwege de rentedaling, tot half maart, ontvangen beheerders grote hoeveelheden liquide middelen uit de clearing die zij veilig proberen weg te zetten. In de tweede helft van maart keert de markt en dienen beheerders grote margestortingen te doen. Nu is het een uitdaging om aan voldoende liquiditeit te komen.

Al met al heeft de Nederlandse vermogensbeheersector de marktstress kunnen doorstaan. De margedruk was het belangrijkste risico. Het beeld is dat de sector voldoende had aan het gebruik van liquiditeitsinstrumenten. Een belangrijke risicomitigerende factor is dat het overgrote deel van het fondsvermogen afkomstig is van pensioenfondsen. Zij hebben er veelal geen belang bij om uit beleggingsfondsen te stappen, omdat zij zelf de grootste belegger zijn. Hier speelt het *run*risico dus minder.

Vooruitkijkend is er in de fondsensector een aantal risico's die aandacht verdienen. Zo kan onrust op financiële markten, bijvoorbeeld door tegenvallende pandemieontwikkelingen, opnieuw tot hoge margeverplichtingen leiden. Daarnaast ontstaat door de huidige onzekere economische situatie het risico opeen golf van afwaarderingen van bedrijfsobligaties. Dit leidt in potentie tot verkoopdruk bij fondsen die alleen mogen beleggen in voldoende kredietwaardige obligaties (*investment grade*). Wanneer dit leidt tot *fire sales* of het opdrogen van markten ontstaat besmettingsrisico. Een ander risico is dat beleggingsfondsen hun vastgoed en andere illiquide activa te traag afwaarderen, zodat de fondswaardering te optimistisch is. De prijzen van vastgoed zijn gevoelig van de ontwikkeling van de conjunctuur. Daarnaast speelt mee dat juist door de coronacrisis mensen overstappen op thuiswinkelen en vaker thuis werken, zodat de vraag naar kantoor- en winkelpanden afneemt. Daarbij hebben beleggingsfondsen niet altijd een prikkel om panden snel opnieuw te taxeren.

3.2 Toezicht vermogensbeheer

Gebruik van liquiditeitsmanagementinstrumenten

Veel fondsmanagers hebben tijdens de crisis gebruik gemaakt van LMTs en toezichthouders hebben dat aangemoedigd. Zo heeft de AFM fondsen gestimuleerd om gebruik te maken van de beschikbare liquiditeitsinstrumenten om risico's te mitigeren en zittende beleggers te beschermen. Daarnaast heeft de AFM opgeroepen om bij gebruik van buitengewone LMTs dit te melden en om het prospectus opnieuw tegen het licht te houden en te beoordelen of deze voldoende flexibiliteit biedt. Nederlandse beheerders beschikken in ruime mate over LMTs. Dit is niet in alle EU-lidstaten het geval. De inzet van LMTs is het meest effectief als deze voor alle vermogensbeheerders beschikbaar zijn. Als dit niet zo is ontstaat het risico dat beleggers liquiditeit zoeken waar die beschikbaar is en dus bij beheerders die over minder instrumenten beschikken. Daarom pleit de AFM voor ruime beschikbaarheid van instrumenten in Europa.

Macroprudentieel beleid

De uitstromen uit fondsen zal de discussie over macroprudentieel beleid voor beleggingsfondsen versnellen. Deze discussie loopt al enige tijd. Zo analyseert een ESRB-werkgroep momenteel welke instrumenten beheerders en toezichthouders tot hun beschikking hebben en hoe deze kunnen worden ingezet. Een volgende stap is na te gaan of instrumenten ontbreken.

Verscherpt toezicht obligatiefondsen en waardering illiquide activa

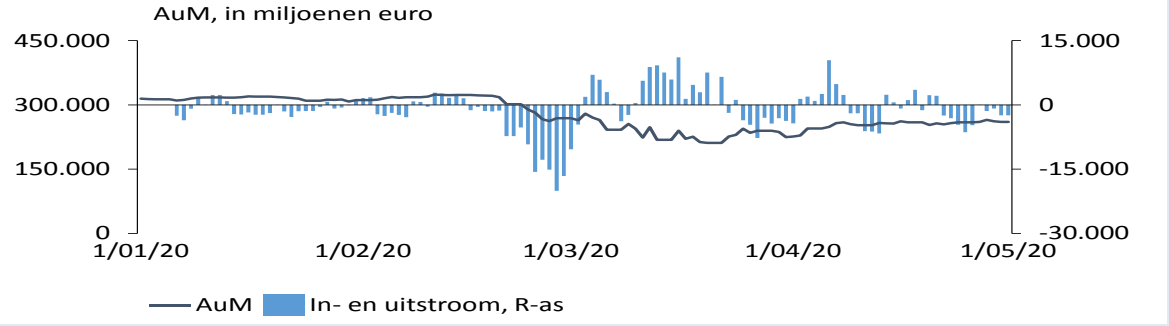
Gezien de risico's van verwachte afwaarderingen van bedrijfsobligaties en de waardedaling van illiquide activa zal de AFM hier in het lopende toezicht aandacht aan besteden. Zo is nuttig om vast te stellen of fondsbeheerders op een goede manier omgaan met afwaarderingen van obligaties en

mogelijk illiquide markten vanwege *fire sales*. Ook kan toezicht eraan bijdragen dat beheerders op tijd overgaan tot het afwaarderen van illiquide activa.

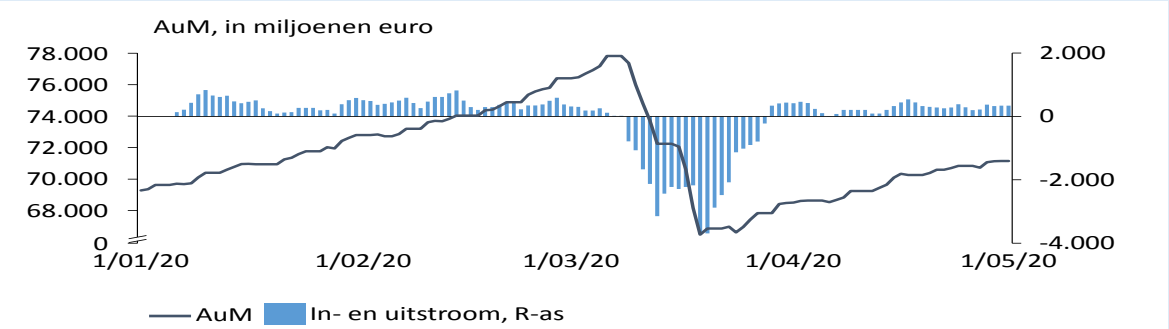
BOX: Volatiliteit in de ETF-sector

De periode van marktonrust leidt in de ETF-sector tot hoge volatiliteit van in- en uitstromen. Obligatie-ETFs zien grote netto-uitstromen, terwijl bij aandelen-ETFs de in- en uitstromen ongeveer tegen elkaar wegvallen. Figuren B1 en B2 laten dit zien voor respectievelijk de grootste aandelen- en obligatie-ETFs ter wereld, de SPY van State Street en de AGG van BlackRock. Voor Nederlandse ETFs is het beeld vergelijkbaar.

Figuur B1: In- en-uitstroom (rechter as) en activa (linker as) aandelen-ETF: ***SPY***



Figuur B2: In- en-uitstroom (rechter as) en activa (linker as) obligatie-ETF: ***AGG***



Opvallend tijdens de piek van de crisis is de afwijking tussen de prijzen van obligatie-ETFs en hun intrinsieke waarde. De belangrijkste reden hiervoor is dat prijsvorming zich wegens de lagere liquiditeit van de obligaties verplaatst naar de ETFs. Terwijl de liquiditeit van de onderliggende effecten opdroogt blijven beleggers de ETFs verhandelen. In deze markt blijven *market-makers*, veelal HERs, aanwezig, al neemt het verschil tussen bied- en laatprijzen sterk toe. De markt stabiliseert als de Fed aankondigt obligatie-ETFs aan te kopen. Markant is de snelle terugkeer van instromen.

Uitgezonderd van deze betrekkelijke rust zijn bepaalde, in olie beleggende ETFs. De vraaguitval vanwege de wereldwijde *lockdowns* raakt de vraag naar olie. De hiermee gepaard gaande opvulling van olieopslagruimte raakt de doorroloperaties van maandelijkse olietermijncontracten, doordat in principe sprake is van fysieke levering. ETFs die aflopende *futures* maandelijks vervangen door termijncontracten voor de volgende maand, komen moeilijk van hun contractverplichtingen af. Mede hierdoor valt de prijs van de Amerikaanse oliebenchmark, West Texas Intermediate, naar minus $40,32 en leiden sommige olie-ETFs aanzienlijke verliezen. Tegelijkertijd is sprake van grote netto-instromen.

4 Infrastructuur

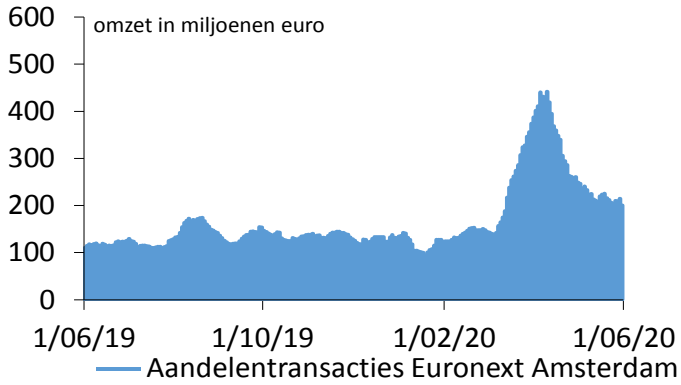
Voor de stabiliteit van de kapitaalmarkten is het effectief opereren van de marktinfrastructuur van essentieel belang. Hoewel volumes hoog waren, hebben systemen voor handel, clearing en afwikkeling goed gefunctioneerd. Wel zijn informatiebeveiligingsrisico's toegenomen door vooral het thuiswerken.

4.1 Risicobeeld infrastructuur

Handelsplatformen hebben tijdens de extreme marktomstandigheden van maart en april goed gefunctioneerd. In meerdere markten is de afgelopen jaren een verschuiving zichtbaar van *over-the* –

counter (OTC) handel naar handel via platformen. Daarom nemen deze handelsplatformen niet alleen in de aandelenmarkt, maar ook in obligatie- en derivatenmarkten een steeds belangrijkere plaats in. Sinds enkele jaren bevinden zich (branches van) een aantal grote handelsplatformen in Nederland. Hoewel door de marktonrust het aantal transacties fors toenam, zie figuur 6, hebben de platformen dit goed doorstaan.

Figuur 6, omzet effectenhandel piekt in maart



Centrale tegenpartijen hebben de marktonrust goed kunnen doorstaan. CCPs vervullen een cruciale rol bij de afwikkeling en het risicomanagement van effecten- en derivatentransacties. Zij zorgen ervoor dat tegenpartijrisico wordt afgedekt via margeverplichtingen. Dit is vooral in derivatenmarken van groot belang. Op dit terrein is het Brits-Franse LCH verreweg de belangrijkste Europese CCP, gevolgd door het Duitse Eurex. De AFM houdt geen direct toezicht op deze clearinghuizen, maar wordt via *supervisory colleges* wel geïnformeerd. In Nederland zijn enkele kleinere CCPs aanwezig (EuroCCP en ICE-Clear NL), die op aandelenmarkten actief zijn en wel onder toezicht van de AFM en DNB staan. Tijdens de marktschokken in maart en april moesten de Europese CCPs vaak meerdere keren per dag om extra margin vragen om tegenpartijrisico binnen de vastgestelde bandbreedtes te houden. Clearing members moesten dus grote sommen cash storten. Bij geen van de Europese CCPs is echter sprake geweest van een *default* van een clearing member. CCPs zijn dus niet geconfronteerd met verliezen. Ook operationeel konden CCPs de situatie goed aan. Wel is bij één grote Nederlandse clearing member sprake van verliezen doordat een klant, waarvoor de clearing member garant staat, niet aan verplichtingen kan voldoen en de onderpandpositie moet worden geliquideerd.

Ook de afwikkeling van effectentransacties, settlement, verliep zonder problemen. Een belangrijke graadmeter voor het functioneren van de marktinfrastructuur is de situatie bij de partijen die settlement van effecten verrichten (CSDs). In Nederland wordt dit gedaan door Euroclear. Tijdens de marktonrust liepen de *settlement fails*, zowel aan de geld- als effectenkant op. Marktpartijen konden niet altijd op tijd aan hun verplichtingen voldoen. Dit hangt samen met de operationele druk op backoffices van CSD-participanten als gevolg van de hoge volumes, waardoor ze moeite hadden geld en effecten tijdig beschikbaar te maken. Wanneer daar aanleiding voor was heeft Euroclear naast de standaard communicatie de participanten telefonisch benaderd om de settlementdiscipline te bevorderen. Uiteindelijk is bij settlement slechts sprake geweest van late levering, niet van *defaults*.

Informatiebeveiligingsrisico's zijn toegenomen als gevolg van het coronavirus. De AFM heeft een inventarisatie uitgevoerd bij 15 financiële ondernemingen (o.a. vermogensbeheerders) en accountantsorganisaties naar de invloed van de uitbraak van het coronavirus op informatiebeveiligingsrisico's. Hieruit blijkt dat de toename in thuiswerken ondernemingen kwetsbaarder maakt voor het risico op het lekken van gevoelige informatie, bijvoorbeeld door het gebruik van onveilige apparatuur of communicatiekanalen. Ook ziet de AFM bij ondernemingen een

toenemende afhankelijkheid van (externe) dienstverleners, waaronder leveranciers van VPN-verbindingen. Andere risico's waar ondernemingen alert op moeten zijn, betreffen een toename in phishingactiviteiten, het risico op DDoS-aanvallen, de uitval van (essentiële) medewerkers en onveilige IT-systemen door het uitstel van de installatie van beveiligingspatches.

4.2 Toezicht infrastructuur

Informatiebeveiliging

Gezien het verhoogde risico's ten aanzien van informatiebeveiliging, heeft de AFM ondernemingen opgeroepen hier extra aandacht voor te hebben. Daarbij heeft de AFM inzichten gedeeld om daarbij te helpen.

5 Huishoudens en bedrijven

De mate waarin huishoudens en bedrijven worden geraakt hangt af van de duur van de contactbeperkende maatregelen en de ernst van de huidige recessie. De initiële economische klap zal gevolgd worden door tweede-orde-effecten. Zo zal de werkloosheid toenemen, waardoor schuldenproblematiek ontstaat. Bedrijven worden geconfronteerd met het wegvallen van omzet. Steunmaatregelen van de overheid en betalingsregelingen van financiële instellingen zorgen voorlopig voor verlichting. Vooruitkijkend is het belangrijk dat er voldoende aandacht is voor het juiste tempo van de afbouw van de maatregelen om te voorkomen dat huidige oplossingen leiden tot de nieuwe problemen van de toekomst. De betaalpauzes die de kredietverstrekkers momenteel verlenen, leiden tot hogere schuldposities, wat de kwetsbaarheid op termijn verhoogt. De positie van pensioenfondsen en verzekeraars is verder verzwakt.

5.1 Risicobeeld huishoudens en bedrijven

Kwetsbaarheden huizenmarkt

De coronacrisis vergroot voor particulieren de huizenmarktrisico's. De Nederlandse hypotheekschuld is relatief hoog in vergelijking met andere landen. Huishoudens met een lopende hypotheek kunnen in betalingsproblemen komen als hun inkomen gedeeltelijk of volledig wegvalt. Daar komt bij dat het liquide vermogen van huishoudens in Nederland laag is. Risico's zijn het hoogst bij werknemers met flexibele contracten, ZZP'ers en werknemers in kwetsbare sectoren als de luchtvaart, de horeca, het winkelbedrijf en het toerisme. Zo'n 15% van de recente hypotheeksluiters maakt zich zorgen over de maandlasten door de corona-uitbraak (bron AFM). Momenteel hebben 19.000 huishoudens in overleg met hun bank een hypotheek-betaalpauze ingelast.

Daarnaast kunnen de komende tijd huizenprijzen gaan dalen, al ligt een sterke daling niet voor de hand. Het is nog te vroeg om de effecten van de coronacrisis terug te zien in de cijfers, maar signalen van marktpartijen duiden niet op het stilvallen van de woningmarkt. Ook ligt gezien de nog altijd aanwezige contraire fundamentele factoren, zoals de woningmarktkrapte, de lage rente en de beperkte nieuwbouw een sterke prijsdaling niet voor de hand. Dat neemt niet weg dat de Coronacrisis kan leiden tot een huizenprijsdaling, wat in combinatie met werkloosheid en verbroken relaties tot betaalproblemen kan leiden. Daarnaast kan een huizenprijsdaling negatief uitpakken voor huishoudens met een aflopende aflossingsvrije hypotheek. Momenteel heeft 21 procent van de huishoudens een actuele LTV hoger dan 90 procent, dat is minder dan de afgelopen jaren, maar nog steeds een aanzienlijk deel.

Kwetsbaarheden consumptief krediet

Door de coronacrisis zullen ook de betaalrisico's van consumptief krediet toenemen. In 2018 waren er in Nederland ongeveer 700.000 huishoudens met betalingsproblemen, waarvan 95.000 deelnemen

aan een schuldsaneringsprogramma. Door werkloosheid of verlies van inkomen zal dit aantal de komende tijd oplopen. Inmiddels hebben circa 11.000 huishoudens een betaalpauze van hun consumptieve lening. Ook kan de neiging ontstaan om bij inkomensterugval extra te gaan lenen of op afbetaling te kopen. Vooralsnog lijkt op macroniveau nieuwe kredietverlening af te nemen. Dit geven grote kredietaanbieders aan in reguliere gesprekken met de AFM. Om hoge rentes tegen te gaan heeft de minister van Financiën een ontwerpbesluit aan de Kamer voorgelegd om het renteplafond tijdelijk te verlagen van 14 naar 10 procent. Vooruitlopend daarop hebben de grootbanken de rente op roodstanden al verlaagd naar maximaal 9,9 procent.

Kwetsbaarheden bedrijven

Het Nederlandse MKB is hard geraakt door de coronacrisis en de economische neergang leidt tot verslechterde vooruitzichten. Door de contactbeperkingen, het veranderde consumentengedrag en de afname van de internationale handel dalen de inkomsten van bedrijven. Juist in de zwaar getroffen sectoren, zoals de horeca en de persoonlijk verzorgingssector, gaat het daarbij vaak om relatief kleine ondernemingen. Steunmaatregelen van de overheid helpen bedrijven om de liquiditeit en solvabiliteit op pijl te houden. Op korte termijn biedt dit bedrijven steun. Tegelijkertijd is de kans groot dat op iets langere termijn een deel van MKB in de problemen komt. Dit hangt in sterke mate af van de duur (en eventuele herhaling) van contactbeperking en de diepte van de recessie.

De uitdaging bij de steunmaatregelen is om in de kern gezonde bedrijven op de juiste wijze te helpen. Daarbij is het belangrijk dat de huidige steun, die voor een deel uit kredietregelingen bestaat, niet leidt tot een te hoge schuldenlast. Ook is belangrijk dat de steun in het juiste tempo worden afgebouwd. Een te snelle afbouw leidt tot onnodige faillissementen en daarmee ook tot verliezen bij banken. Omdat een deel van de bedrijven in betaalproblemen zal komen is het van belang dat banken daarop zijn voorbereid. Zij dienen voldoende capaciteit te hebben binnen hun afdelingen bijzonder beheer.

5.2 Toezicht huishoudens

Hypotheken

Veel hypotheekaanbieders zijn uit zichzelf initiatieven gestart om klanten die door de crisis moeite hebben om hun hypotheek te betalen de eerste drie maanden te helpen. De AFM heeft daarop tien uitgangspunten gepubliceerd voor hypotheekaanbieders, met als doel om richting te geven aan de wijze waarop aanbieder en klant samen tot een oplossing dienen te komen. Kern van deze uitgangspunten is dat samen met de klant zorgvuldig naar een passende oplossing gekeken wordt. Daarbij kan gedacht worden aan een betaal- of aflospauze op de korte termijn. Rentemiddeling, het herstructureren van de hypotheek of het kwijtschelden van bepaalde kosten kunnen een meer structurele oplossing bieden. Van belang is dat de aanbieder een inschatting maakt of het waarschijnlijk is dat een klant na de betaalpauze de betalingen kan hervatten en kan inlopen op de achterstand. Wanneer dit onwaarschijnlijk is, dient gezocht te worden naar andere mogelijkheden, nog vóór het eindigen van de betaalpauze.

Bij nieuwe hypothekenaanvragen dienen kredietverleners extra aandacht te hebben voor de inkomstenbestendigheid van huishoudens. Bij de verstrekking- en advisering van nieuwe hypotheken is het essentieel om navraag te doen naar de bestendigheid van het inkomen en daar zoveel als mogelijk rekening mee te houden. De AFM ziet dat hypotheekaanbieders hier momenteel extra aandacht aan besteden. Ook is het belangrijk dat huishoudens voldoende buffers vormen. Zoals AFM en DNB in hun reacties op de jaarlijkse aanpassingen van de Tijdelijke Regeling Hypothecair Krediet aangeven, pleiten de toezichthouders al langer voor voldoende buffervorming binnen de leennormen.

Consumptief krediet

Gezien de verwachte toename van betaalproblemen bij huishoudens met consumptief krediet, is het belangrijk om de komende tijd te monitoren of het treffen van betalingsregelingen goed verloopt. De AFM verwacht daarbij van kredietaanbieders dat zij het klantbelang centraal stellen bij de behandeling van betaalachterstanden. Dat houdt onder meer in dat de kredietaanbieders hun klanten helder moeten informeren over de opties om tot een duurzame regeling te komen, dat pas een deurwaarder wordt ingezet als aanbieder en klant er niet samen uitkomen en dat de kredietaanbieder controleert of een incassobureau zich aan de regels houdt. Kredietverstrekkers dienen hier voldoende capaciteit voor beschikbaar te stellen. De AFM zal in het toezicht aandacht hebben voor betaalregelingen, zowel bij kredietverleners als schuldopkopers en incassobureaus.

6 Pensioenfondsen en verzekeraars

Door de coronacrisis is de dekkingsgraad van pensioenfondsen verder gedaald. De gemiddelde dekkingsgraad bevindt zich momenteel op ongeveer 90 procent. De problematiek kan verder worden versterkt doordat niet alle bedrijven in staat zijn om pensioenpremies te betalen, terwijl werknemers wel recht houden op hun pensioen. Vooralsnog zijn er geen signalen dat dit op grote schaal gebeurt, onder meer omdat de noodsteun (30% loonsom voor premies vakantiegeld etc.) daar in grote mate in lijkt te voorzien. Wel worden tijdelijke premiestops aangevraagd. Variabele pensioenen staan ook onder druk. Door dalende koersen en lagere dividenden zullen variabele uitkeringen naar verwachting lager uitkomen. Daarnaast houden ZZP'ers door inkomensdaling mogelijk minder ruimte over voor pensioenopbouw.

De financiële positie van verzekeraars staat al langer onder druk en deze wordt verder verzwakt door de coronacrisis. Hoewel er vooralsnog geen acute zorgen zijn over de wettelijke solvabiliteitsratio's van verzekeraars, blijft de economische positie van vooral levensverzekeraars kwetsbaar, mede door de jarenlange lage rente. Hierdoor ontstaat het risico dat verzekeraars de belangen van polishouders onvoldoende waarborgen, wat zich kan uiten in onder meer verschraling of nadere duiding van polisvoorwaarden of een lagere winstbijschrijving bij winstdelende verzekeringen.

Toezicht pensioenfondsen en verzekeraars

De AFM vindt het belangrijk dat de belangen van de pensioendeelnemers in acht wordt genomen. Onderdeel daarvan is eerlijke en duidelijke communicatie richting de deelnemers over pensioenaanpassingen. Ook is van belang dat verliezen op een eerlijke wijze worden verdeeld. Daarnaast blijft de AFM betrokken bij de uitwerking van het pensioenakkoord. De coronacrisis onderstreept het belang van een stelsel dat in staat is om schokken op te vangen.

Verzekeraars dienen in hun kapitaal- en dividendbeleid rekening te houden met de ontwikkeling van hun financiële positie op lange termijn. Dat beperkt het risico dat verzekeraars de belangen van polishouders onvoldoende borgen. Net als bij banken adviseren Europese en nationale prudentiële toezichthouders ook bij verzekeraars om geen dividend uit te keren, totdat meer zicht is op de impact van de coronacrisis. De AFM steunt die oproep.

Polishouders zijn zich er onvoldoende bewust van dat de kwetsbare financiële positie van de verzekeraar ook doorwerkt in verzekeringen. Zo is de kans groot dat polishouders met een winstdelende verzekering het beoogde doelkapitaal niet behalen voor de aflossing van de hypotheek of voor de oudedagsvoorziening. Van belang is dat deze polishouders in voldoende mate gewezen worden op de gevolgen hiervan en eventuele handelingsperspectieven geboden worden. De AFM zal zich in haar toezicht richten op de rol van verzekeraars bij het managen van verwachtingen van polishouders met een winstdelende verzekering.