



Risicorapportage Financiële Markten 2020



Special topic:

Financiële instellingen zijn pre-corona risicovoller gaan beleggen op zoek naar rendement

→ pagina 33

Risico's en grote onzekerheden door coronacrisis



Bedrijven

Zij vangen de eerste financiële klappen op. Uit een eerste stresstest blijkt dat 25% van het Nederlandse mkb tegen een liquiditeitsbehoefte aanloopt bij een omzetschok die zes maanden gaat duren.



Huishoudens

Huishoudens met weinig vermogen zijn kwetsbaar voor inkomensverlies. 25% van de huishoudens van ondernemers heeft minder dan € 3000 vrij spaartegoed.



Financieel systeem

Bankbalansen verslechteren: bezit is in waarde gedaald en betalingsproblemen tasten de balansen verder aan. Ook de balansen van verzekeraars en pensioenfondsen zijn kwetsbaar.

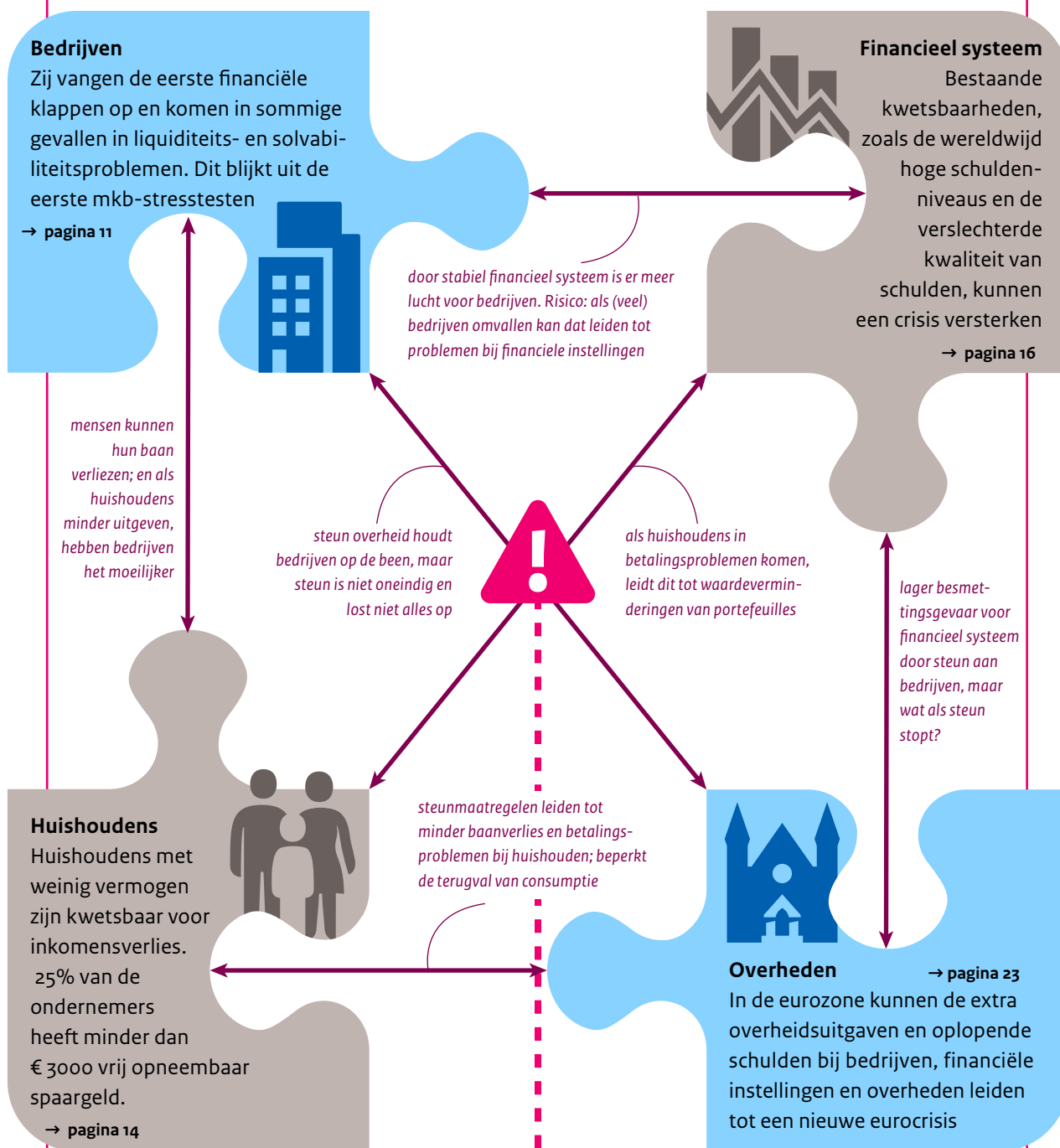
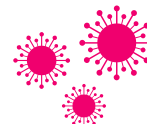


Overheden

Extra overheidsuitgaven en oplopende schulden bij overheden, bedrijven en financiële instellingen in de eurozone kunnen leiden tot een nieuwe eurocrisis.

Coronarisco's financieel systeem

Deze risicorapportage financiële markten staat in het teken van de coronacrisis. Welke risico's lopen de vier grote 'spelers' en hoe beïnvloeden zij elkaar?



Snelle afbouw van steun zal weerslag hebben op financieel systeem omdat er dan meer problemleningen ontstaan

© Centraal Planbureau
Den Haag 2020

Hoofdboodschappen 2020

Veel is nog onzeker over de impact van de coronapandemie op financiële instellingen en de mate waarin deze zal terugslaan op de reële economie. Hoewel zeker Nederlandse banken weerbaarder zijn dan in 2008, kunnen we niet uitsluiten dat de coronacrisis alleen al vanwege de omvang ook een financiële crisis in gang zet. Bestaande kwetsbaarheden in het financiële systeem, zoals de wereldwijd hoge schuldenniveaus en de verslechterde kwaliteit van schulden, zouden de gevolgen van een dergelijke crisis versterken.

In Nederland vangt naast de overheid vooral het bedrijfsleven de eerste financiële klappen van de coronacrisis op. Door de contactbeperkingen, het veranderd consumenten- en investeringsgedrag en de doorwerking van buitenlandse schokken komen bedrijven op grote schaal in liquiditeits- en solvabiliteitsproblemen. Zo blijkt bijvoorbeeld uit eerste stresstesten van het CPB op de financiële buffers van het Nederlandse mkb, dat 25% van deze bedrijven tegen een liquiditeitsbehoefte aanloopt bij een omzetschok die zes maanden gaat duren. Hierbij houden we dan al rekening met het steunbeleid. In de sectoren horeca en vervoer ervaren relatief de meeste bedrijven problemen met liquiditeit. Door de omvang van de schok kan deze een cascade van problemen veroorzaken bij andere bedrijven, huishoudens, en financiële instellingen.

Huishoudens met weinig vermogen zijn kwetsbaar voor inkomensverlies door de coronacrisis. Vooral zelfstandigen en flexwerkers zonder werk zullen door de coronacrisis hun financiële buffers moeten aanspreken, en hier zitten kwetsbare huishoudens tussen. Zo heeft een kwart van de ondernemers minder dan 3000 euro vrij opneembaar spaargeld. Huiseigenaren met veel schuld ten opzichte van de waarde van hun huis zijn ook kwetsbaar als in de toekomst wellicht huizenprijzen gaan dalen. Het percentage huishoudens dat 'onder water staat' is met 4% een stuk kleiner dan tijdens de kredietcrisis, onder andere door het verlagen van *loan-to-value* limieten en de introductie van aflossingseisen in de hypotheekrenteaftrek. Tijdens de periode die volgde op de crisis in 2008 bleek dat juist deze huishoudens hun consumptie sterk terugschroefden, wat negatieve macro-economische consequenties met zich meebracht.

Voor banken is de coronacrisis een zeer serieuze stresstest. De economische gevolgen doen de balansen van banken verslechteren: vermogenstitels zijn in waarde gedaald en betalingsproblemen en faillissementen tasten de kapitaalpositie verder aan. Nederlandse banken waren vlak voor de coronacrisis wel relatief sterk gekapitaliseerd en hadden weinig niet-presterende leningen, maar de komende tijd zal in de praktijk moeten blijken hoe de banken deze werkelijke stresstest doorstaan. Dan zal hopelijk ook duidelijk worden in hoeverre de rap genomen monetaire beleidsmaatregelen en versoepelingen hebben geholpen en wat weer de risico's van deze maatregelen zijn. Banken zijn zeer belangrijke financiële intermediairs en als hun kapitaalpositie onder druk komt, werkt dit onder andere via minder kredietverlening door op de reële economie.

De huidige steunmaatregelen voor getroffen bedrijven helpen om het besmettingsgevaar naar banken te beperken, en daarmee ook de gevolgen voor de financiële stabiliteit. Een toekomstige afbouw van steunmaatregelen zal zijn weerslag hebben op banken omdat er dan meer problemleningen en afschrijvingen ontstaan. Dit betekent overigens niet dat de maatschappelijke baten van steun tot in lengte van dagen de kosten overstijgen. De kans bestaat dat de overheid tegen hoge kosten te veel bedrijven overeind houdt die uiteindelijk niet levensvatbaar zijn.

Risicovoller beleggen heeft Nederlandse financiële instellingen kwetsbaarder gemaakt voor de coronacrisis. Door de lage rente heeft de afgelopen jaren tot op zekere hoogte een zoektocht naar beter renderende maar risicovollere producten plaatsgevonden; dit noemt de economische literatuur *search for yield*. Voorafgaand aan de coronacrisis zijn hierdoor de beleggingsportefeuilles van Nederlandse financiële instellingen risicovoller geworden. Zeker verzekeraars en beleggingsfondsen zijn risicovoller gaan beleggen.

Pensioenfondsen zijn daarentegen juist meer in staatsobligaties gaan investeren, al is deze portefeuille wel van een lagere kredietkwaliteit geworden. Nadeel van deze *search for yield* is dat een snelle stijging van de eerst lage risicopremies tot verliezen op bestaande portefeuilles leidt. De coronacrisis heeft deze risico's (gedeeltelijk) doen materialiseren.

In de eurozone kunnen de extra overheidsuitgaven en oplopende schulden bij bedrijven, financiële instellingen en overheden leiden tot een nieuwe eurocrisis. In een aantal landen van de eurozone is de verwevenheid tussen overheden en banken via het bezit van staatsobligaties nog steeds aanwezig. Deze verwevenheid heeft tijdens de kredietcrisis, en de daaropvolgende eurocrisis, grote problemen opgeleverd. Wel zijn banken tegenwoordig beter gekapitaliseerd en is het aantal niet-presterende leningen teruggebracht. Ook zijn er stappen gezet in het reduceren van risico's via een bankenunie, al is deze nog niet af. Er is bijvoorbeeld nog geen Europees depositogarantiestelsel. Hierdoor blijft de EMU kwetsbaar voor het langer aanhouden van de coronacrisis. Ook Nederland loopt risico's, niet in de laatste plaats vanwege de blootstelling van de private sector aan aandelen- en obligatiemarkten en bankleningen in de zwaarst getroffen landen.

1 Inleiding

Op verzoek van de Tweede Kamer schrijft het Centraal Planbureau sinds 2012 jaarlijks een risicorapportage financiële markten. Het doel is het informeren van het parlement over de belangrijkste risico's voor de stabiliteit van het financiële stelsel en vanuit het financiële stelsel voor de reële economie. In deze editie van de risicorapportage staan financiële risico's centraal die door de coronacrisis veroorzaakt of aan het licht gekomen zijn. De coronapandemie is uiteraard in eerste instantie een groot risico voor de gezondheid en levens van vele mensen wereldwijd. Daarnaast heeft de pandemie, vooral vanwege de getroffen contactbeperkende maatregelen, direct grote negatieve gevolgen voor de economische activiteit.

Het onderwerp van deze risicorapportage is de impact van de coronacrisis op de financiële buffers van Nederlandse bedrijven, huishoudens en financiële instellingen en de risico's die hierdoor weer ontstaan voor de reële economie. We bezien in een eerste stresstest van het Nederlandse mkb wat de coronacrisis naar verwachting met de liquiditeit en solvabiliteit van het midden- en kleinbedrijf doet. Ook beschrijven we op wat voor manier de situatie van financiële instellingen de directe gevolgen van de coronacrisis kan versterken of verminderen. Vervolgens bespreken we de risico's van de coronapandemie in de eurozone door de nog steeds verregaande vervlechting van overheden en banken. Tot slot vragen we aandacht voor structurele risico's in het financiële systeem die niet gerelateerd zijn aan de coronacrisis.

Daarnaast bevat deze risicorapportage een hoofdstuk over een speciaal onderwerp: de zogeheten *search for yield*. Hierin bespreken we de risico's die in het recente verleden bij Nederlandse financiële instellingen zijn ontstaan doordat deze, onder meer door de lage rente, meer risicovol zijn gaan investeren. Met dit hoofdstuk gaat het Centraal Planbureau in op vragen die de Tweede Kamer in november 2019 heeft gesteld over de lagerenteomgeving.¹ Meer informatie over lage rente is overigens te vinden in eerdere en toekomstige publicaties van het CPB.² Tegelijkertijd met deze risicorapportage publiceren wij twee achtergronddocumenten: een document over de stresstesten van Nederlandse niet-financiële bedrijven met een uitgebreidere analyse van hun financiële buffers en een internetbijlage dat aanvullende analyses presenteert bij het hoofdstuk over risico's binnen en voor de Economische Monetaire Unie (EMU).

2 De economische gevolgen van de coronacrisis in het kort

Wereldwijd heeft de coronacrisis een zeer grote impact op de economische bedrijvigheid, en zal deze waarschijnlijk nog geruime tijd hebben. Veel is uiteraard nog onbekend over het verloop van de coronacrisis, maar de voorspellingen zijn somber. De Wereldhandelsorganisatie verwacht bijvoorbeeld een

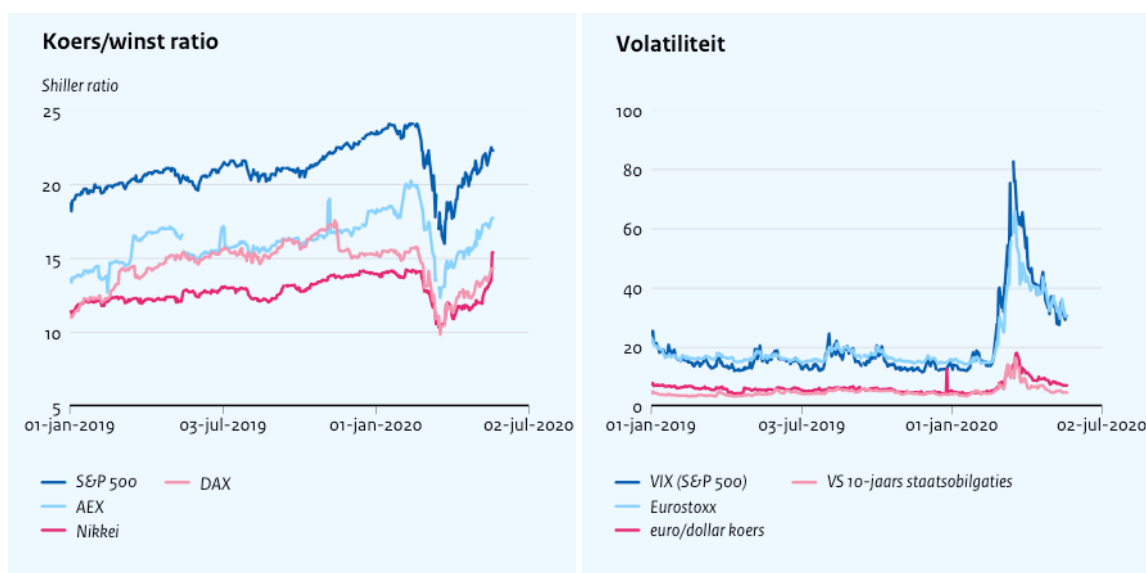
¹ Motie Omtzigt, de Vries en Bruins, nr.1635 (21501-07), 13 november 2019 waarin het CPB is gevraagd 'alle kosten, baten en risico's van de lage rente voor de Nederlandse economie in kaart te brengen'.

² Onder andere CPB Notitie Risicorapportage Financiële Markten (2017) ([link](#)); M. Lever, C. van Ewijk, B. Werker en S. van Wijnbergen (2017), Overgangseffecten bij afschaffing doorsneesystematiek, CPB Notitie ([link](#)) en een nog te verschijnen Policy Brief over lage rente en pensioenen.

daling in de wereldhandel in 2020 tussen de 13% en 32% en het IMF schat dat de wereld dit jaar een daling van het totale bbp zal meemaken van 3%.

Ook de handel op de mondiale financiële markten wordt geraakt door de coronacrisis. Zo duikelden in maart de koers-winstverhoudingen op verschillende aandelenbeurzen, na eerder juist op historisch hoge niveaus te hebben gestaan (zie figuur 2.1 links).³ De onzekerheid in de prijsvorming op diverse markten, onder andere gemeten in de CBOE Volatility Index (VIX), was zeer groot in maart (zie figuur 2.1 rechts). De initiële prijs- en volumebewegingen zijn onder andere onder invloed van de begrotings- en monetaire respons wereldwijd wel tot op zekere hoogte hersteld. Op 20 mei waren de koers-winstverhoudingen weer op het hoge niveau van begin dit jaar. Op die datum waren allerlei volatiliteitsmaatstaven zoals de VIX nog steeds verhoogd (boven de 20) maar niet meer extreem. De risico's op nieuwe prijscorrecties blijven echter aanzienlijk. De ontwikkelingen op de oliemarkt speelden de financiële markten de afgelopen maanden ook parten. De dalingen in olieprijsen leidden tot grote verliezen voor financiële instellingen en bijbehorende instabiliteit op de kapitaalmarkten.

Figuur 2.1 Koers-winstverhoudingen op grote beurzen zijn in maart ingezakt maar sindsdien weer gestegen en de volatiliteit op verschillende financiële markten is nog steeds hoog



Bron: Thomson Reuters Datastream

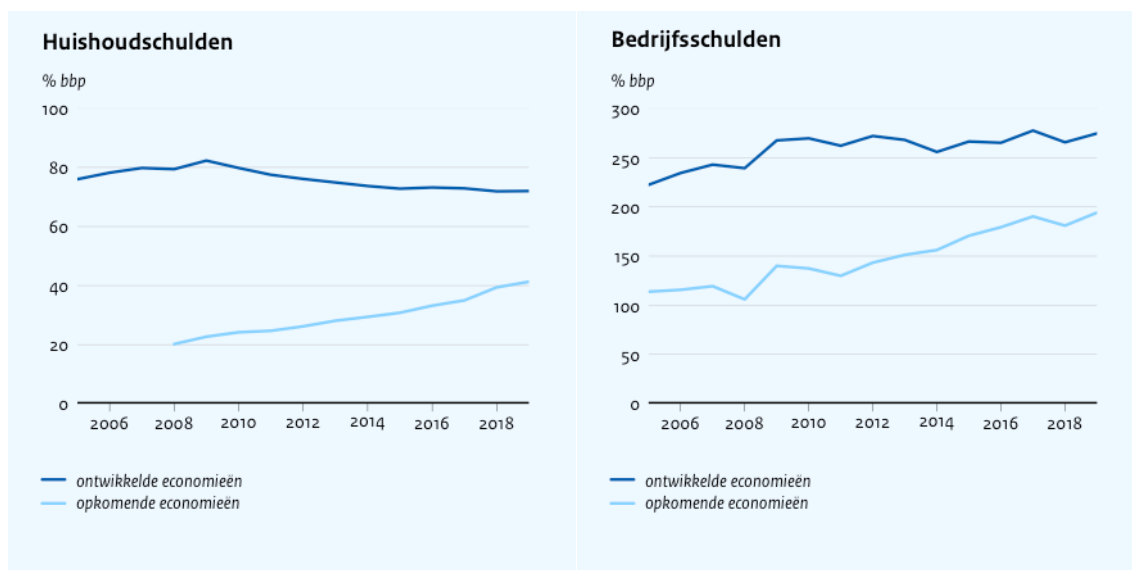
De oorsprong van de coronacrisis verschilt evident van die van de kredietcrisis van 2008. De kredietcrisis manifesteerde zich eerst bij financiële instellingen en ook eerst in de VS, onder andere door risicovolle financiële innovaties. De coronapandemie en de bijbehorende maatregelen veroorzaken nu een vraag- en aanbodschok in de reële economie die de hele wereld vrijwel gelijktijdig raakt. Financiële instellingen en financiële markten ondervinden ook consequenties, maar pas in tweede instantie.

Ondanks verbeteringen blijft het financiële systeem kwetsbaar. De rentestanden zijn verder gedaald en, mede hierdoor, zijn de totale huishoudschulden in de opkomende economieën en bedrijfsschulden wereldwijd verder gestegen (zie figuur 2.2 en kader). Huishoudschulden in ontwikkelde landen zijn overigens

³ De koers/winst verhouding is de prijs van het aandeel gedeeld door hoeveel men verdient aan het aandeel. Deze verhouding zegt iets over of aandelen over- of ondergewaardeerd zijn. Een hoge koers/winst verhouding kan een teken zijn dat het aandeel overgewaardeerd is. Anderzijds is het mogelijk dat beleggers een hoge groei in de toekomst verwachten.

als percentage van het bbp licht gedaald. Bedrijfsschulden zijn vaker van lage kwaliteit.⁴ Zo krijgen bedrijfsobligaties binnen de *investment grade* categorie steeds vaker een relatief lage rating.⁵ In de eurozone blijft de uitgangssituatie kwetsbaar door de beperkte ruimte voor conventioneel monetair beleid en verder gestegen overheidsschulden in sommige eurolanden (zie hiervoor hoofdstuk 5 en 6). Aan de andere kant staan financiële instellingen er over het algemeen beter voor dan in 2008, onder andere door aanpassingen in wet- en regelgeving en het toezichtkader.

Figuur 2.2 Huishoudschulden als % bbp zijn de laatste jaren in opkomende landen gestegen maar in ontwikkelde landen gedaald, bedrijfsschulden als % bbp zijn wereldwijd toegenomen



Bron: BIS.

Tot nu toe is de coronacrisis in Europa niet omgeslagen in een financiële en/of overheidscrisis. De indicatoren die de ECB opstelt over systeemrisico's geven tot 20 mei aan dat de stress in het financiële systeem voornamelijk minder groot is dan tijdens de financiële en eurocrisis. Uiteraard is het onderlinge economische besmettingsgevaar nog niet geweken. Het is mogelijk dat op termijn verschillende feedbackmechanismen kunnen optreden, beschreven in hoofdstuk 4, waarbij de impact van de coronacrisis op het financiële systeem de krimp in de reële economie versterkt. Denk bijvoorbeeld aan het inperken van kredietverlening omdat bankbalansen onder druk zijn komen te staan.

De coronacrisis raakt ook de Nederlandse economie hard. De omzet is in vele sectoren sterk gedaald, door de directe impact van de nationale contactbeperkende maatregelen en veranderingen in consumentengedrag, of door de invloed van buitenlands beleid en vraaguitval via de internationale afhankelijkheden in productieketens. De grote onzekerheid over de ontwikkelingen in de bestrijding van het virus en de overheidsmaatregelen versterkt bovendien de terughoudendheid bij consumptie- en investeringsbeslissingen. Zo is er sinds het begin van de metingen in 1985 in Nederland nooit een lager producentenvertrouwen gemeten door het CBS en is ook het consumentenvertrouwen in april sneller gedaald dan ooit gemeten. Schattingen van de daling in bbp in heel 2020 voor Nederland lopen uiteen van 6,8% (Europese Commissie) tot 7,5% (IMF). Het CPB heeft op 26 maart vier scenario's gepubliceerd voor de mogelijke economische gevolgen van de coronacrisis en komt op 16 juni met zijn eerste raming sinds begin maart.

⁴ Çelik, S., G. Demirtaş and M. Isaksson (2020), "Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy", OECD Capital Market Series, Paris, ([link](#))

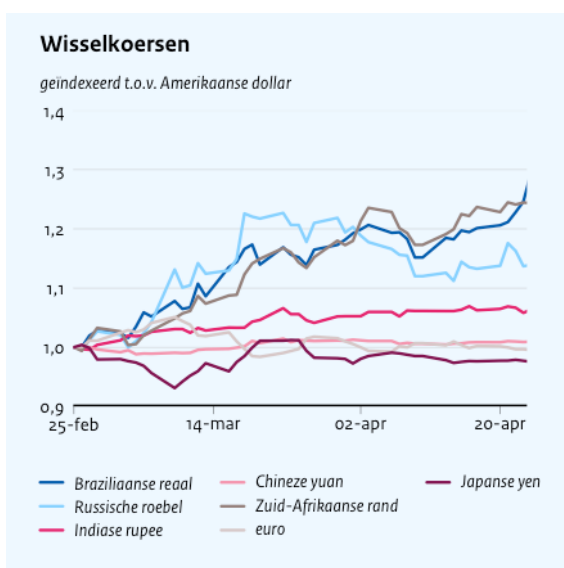
⁵ Obligaties met de kredietbeoordeling BBB zijn de meest risicovolle obligaties binnen de categorie *investment grade*. Vanaf één niveau lager (BB) worden obligaties en leningen beschouwd als *non-investment grade*. Verschillende soorten regelgeving, zoals Solvency II en Basel III, verplichten financiële instellingen om een groot deel van hun vermogen te beleggen in *investment grade* producten.

De Nederlandse overheid heeft, net als overheden en centrale banken wereldwijd, maatregelen genomen om de economische impact van de coronacrisis te verzachten. De belangrijkste bestanddelen van het Nederlandse beleidspakket tot nu toe zijn het uitstel van belastingbetalingen, het vergoeden van een deel van de arbeidskosten voor bedrijven waarvan de omzet is weggevallen (Tijdelijke Noodmaatregel Overbrugging voor Werkgelegenheid, NOW), een lumpsumbetaling aan ieder bedrijf in de meest getroffen sectoren (Tegemoetkoming Ondernemers Getroffen Sectoren COVID-19, TOGS), het garanderen van het bestaansminimum voor zelfstandigen (Tijdelijke overbruggingsregeling zelfstandig ondernemers TOZO) en extra garanties aan banken voor nieuwe bedrijfsleningen (verruimingsmaatregelen voor borgstelling mkb-krediet (bmkc-c), borgstellingskrediet landbouw (BL-c), garantie ondernemingsfinanciering (GO-c), en het kleinkrediet corona (kkc)). Daarnaast hebben de Nederlandse banken tussen begin maart en half mei bedrijven voor 11 mld euro aan uitstel van rente- en aflossingsbetalingen en extra kredietruimte verleend.

Kwetsbare economieën in coronatijd

Deze risicorapportage focust op de gevolgen van de coronacrisis voor Nederlandse bedrijven en financiële instellingen. Wereldwijd zullen echter grote financiële klappen vallen bij opkomende economieën die onder andere door beperkte capaciteit in het zorgstelsel en een financieel kwetsbare bevolking toch al veel nadeel van het virus ondervinden. Door globalisering werken deze problemen in opkomende economieën wereldwijd door.

Figuur 2.3 Valuta's van opkomende markten zijn sterk gedeprecieerd t.o.v. de Amerikaanse dollar



Bron: TR Datastream, eigen berekeningen. De figuur geeft de depreciatie van de BRICS valuta weer ten opzichte van de Amerikaanse dollar (een stijging van de lijn). Startmoment is 25 februari 2020, toen de Amerikaanse Yield Curve 'inverteerde'. Volgens Corsetti & Marin (2020) is dat een indicatie voor kortetermijnstress op financiële markten en gaat dat gepaard met depreciatie van valuta van opkomende economieën. Om e.e.a. in perspectief te plaatsen is in bovenstaande figuur ook de koers van de euro en de yen meegenomen.

Een sterke kapitaalvlucht trekt een wissel op deze toch al kwetsbare landen. Slechte economische vooruitzichten en een sterke daling van de olieprijs hebben de afgelopen maanden geleid tot een abrupte kapitaalvlucht uit opkomende economieën naar relatief veilige en liquide vermogenstitels in westerse landen. Volgens het IMF is door internationale investeerders in de eerste vier maanden van 2020 netto circa 120 mld euro aan kapitaal uit opkomende economieën teruggetrokken.

De dominantie van de Amerikaanse dollar in deze landen versterkt de kwetsbaarheden. Afgelopen maanden was er door de mondiale *flight to safety* een sterke internationale vraag naar Amerikaanse dollars. Mede doordat veel schuld in opkomende economieën genoteerd is in dollars (zeker die in grondstof-producerende landen), leidt de kapitaalvlucht tot sterke depreciaties van de lokale munt ten opzichte van de dollar (zie figuur 2.4). Dit verslechtert de kredietwaardigheid van bedrijven met deze schulden en kan tot verdere kapitaalvlucht leiden.

Gunstig is dat de centrale banken van veel van deze opkomende economieën tegenwoordig geen vast wisselkoersregime met de dollar meer hanteren. Tijdens de Aziëcrisis van de jaren negentig verslechterde dat de situatie. De Amerikaanse Fed heeft dit jaar ook bestaande dollar *swaplines* met meerdere centrale banken tegen gunstige condities uitgebreid, onder meer voor Brazilië, Zuid-Korea en Mexico. Hierdoor werd de dollarschaarste in deze landen beperkt, maar zijn niet alle problemen verholpen.

3 Risico's voor de financiële buffers van bedrijven en huishoudens

3.1 Bedrijven: flinke aanslag op buffers

De eerste financiële klappen van de coronacrisis zijn vooral bij het bedrijfsleven gevallen, en de komende maanden zullen naar verwachting ook de vervolglappen vooral daar terechtkomen. Deze paragraaf gaat in op de mate waarin Nederlandse bedrijven in staat zullen zijn om de directe gevolgen van de coronacrisis het hoofd te bieden. Uit stresstesten die gebruikmaken van balansgegevens en winst- en verliesrekeningen blijkt dat een groot deel van het mkb liquiditeitsproblemen ervaart als het omzetverlies lang aanhoudt, zelfs als we rekening houden met het omvangrijke steunpakket van de overheid.

3.1.1 Het Nederlandse grootbedrijf

De directe effecten van de contactbeperkende maatregelen op het Nederlandse grootbedrijf zijn in vele sectoren aanzienlijk. Denk aan de omzetzakkingen bij KLM en booking.com, maar ook aan het effect van lagere olijeprijzen en vraaguitval op Shell. De sterke teruggang van de omzet leidt in eerste instantie tot een afname in de kasstroom en liquiditeit, op de langere termijn kunnen solvabiliteitsproblemen ontstaan. Niet alle bedrijven worden even hard geraakt. Supermarktketens en bouwmarkten boekten in maart hogere omzetten dan tijdens de kerst en ook internet- en telecombedrijven hadden volgens het CBS een goed eerste kwartaal.⁶

Het Nederlandse grootbedrijf is wel beter gewapend tegen een crisis dan in 2008. De schokbestendigheid lijkt op basis van de beschikbare informatie beter dan indertijd, aangezien de cashpositie voor de meeste beursgenoteerde Nederlandse bedrijven hoger en de schuldfinanciering lager uitkomt.⁷ Ook het eigen vermogen is de afgelopen jaren gemiddeld genomen sterker gegroeid dan de totale activa.⁸ Het eigen vermogen groeide vooral door winstinhoudingen.⁹ Volgens DNB zijn met name niet-financiële bedrijven in Nederland de afgelopen jaren verantwoordelijk geweest voor de hoge spaarquotes in de hele economie.

Kapitaalmarkten functioneren nog naar behoren in Europa; de meeste grote bedrijven lijken voorlopig de mogelijkheid te houden om hier financiering op te halen. In Europa functioneert de bedrijfsobligatiemarkt- voorlopig goed, al zijn de rentes flink gestegen. In de eerste week van april werd in een week 50 mld euro aan *investment grade* bedrijfsobligaties uitgegeven, het hoogste bedrag in een week tijd ooit.¹⁰ Medio maart dreigde de liquiditeit op de geldmarkt, een manier van kortetermijnfinanciering voor grote bedrijven, in de VS op te drogen, maar deze herstelde zich relatief snel en dit sloeg niet in dezelfde mate over naar Europa.¹¹ De ECB heeft met haar beleidsreactie geprobeerd tekorten in de kortetermijnfinanciering van grote bedrijven te voorkomen, onder andere door het Pandemic Emergency Purchasing Program (PEPP) ook het mandaat te geven *commercial paper* op te kopen.¹²

⁶ Zie dit bericht van het CBS, laatst geraadpleegd 19-05-2020 ([link](#)).

⁷ Zie oa dit bericht van het Financiële Dagblad, laatst geraadpleegd 19-05-2020 ([link](#)). Voor de relatie kans op faillissement en externe financiering zie: Remco Mocking, Jan Möhlmann, Ali Palali, Sander van Veldhuizen, Afhankelijkheid van externe financiering en overlevingskansen van mkb'ers. CPB Achtergronddocument ([link](#)).

⁸ Bron: Eurostat, laatst geraadpleegd 19-05-2020 ([link](#)).

⁹ DNB. Occasional study, laatst geraadpleegd 19-05-2020 ([link](#)).

¹⁰ Bron: AFME report "Initial Impact of COVID-19 on European Capital Markets" laatst geraadpleegd 19-05-2020 ([link](#)).

¹¹ Zie bijv. dit bericht van Bloomberg, laatst geraadpleegd 19-05-2020 ([link](#)).

¹² Zie dit Q&A op de ECB-website, laatst geraadpleegd 19-05-2020 ([link](#)).

In hoeverre banken bereid en in staat zijn het grootbedrijf de komende tijd van extra liquiditeit en solvabiliteit te voorzien is nog onzeker. In eerste instantie is de kredietverstrekking in Europa en ook in Nederland gestegen. Veel bedrijven hebben aanspraak gemaakt op al eerder onderhandelde kredietlijnen bij banken. De Nederlandse Vereniging van Banken rapporteert een totaal van bijna 8 mld euro aan nieuwe leningen tussen begin maart en midden mei voor het hele Nederlandse bedrijfsleven. Bovendien komen in Nederland ook mondjesmaat meer leningen onder staatsgaranties los; het grootbedrijf maakt hier relatief weinig gebruik van. De relevante regeling voor het grootbedrijf, de garantie ondernemingsfinanciering (GO-c), is pas sinds eind april operationeel en banken hadden hier midden mei 240 mln euro aan nieuwe leningen mee verstrekt. De toekomst zal uitwijzen of de buffers van banken voldoende hoog zijn om de kredietverlening op gang te houden. In paragraaf 4.4. is hierover meer te lezen.

3.1.2 Het Nederlandse midden- en kleinbedrijf

De directe gevolgen van de coronacrisis voor het Nederlandse mkb zijn zeer groot. Juist de zwaar getroffen sectoren, zoals de horeca en de persoonlijk verzorgingssector, bestaan uit veel relatief kleine ondernemingen. Veel kleine bedrijven hebben de afgelopen tijd sterke omzetzakkingen ervaren mede als gevolg van de contactbeperkende maatregelen, en een aanzienlijk deel heeft hier nog steeds mee te maken. Tegelijkertijd lopen veel kosten van de bedrijven door. Wel heeft de overheid een aantal maatregelen getroffen die een deel van deze kosten vergoeden, en uitstel verleend voor betaling van belastingen. Deze beleidsmaatregelen zijn belangrijk om de liquiditeit van bedrijven op gang te houden.¹³

Het merendeel van het Nederlandse mkb stond er in 2018 beter voor dan in 2007 of 2011. Uit onderzoek van het CPB naar de financiële situatie van het Nederlandse mkb vóór de coronacrisis blijkt dat in ieder geval de solvabiliteitspositie sterker was dan voor de kredietcrisis in 2008 en voor de eurocrisis in 2012.¹⁴ In driekwart van de sectoren lag de mediaan van de solvabiliteit, gemeten als het percentage aan eigen vermogen van het balanstotaal, boven de 50%. Dit is rond 10 procentpunten hoger dan in 2012. Meer informatie over de uitgangspositie van het mkb is te vinden in het bij deze risicorapportage verschenen achtergronddocument over de mkb-stresstest.

Om een eerste indruk te vormen van de impact van de coronacrisis heeft het CPB een stresstest op de balansen en winst- en verliesrekeningen van het Nederlandse mkb uitgevoerd. Hiervoor beginnen we met de administratieve data van het CBS uit 2018 over bv's met een balanstotaal onder de 40 mln euro en minder dan 250 werknemers.¹⁵ Vervolgens rekenen we door wat sectorspecifieke omzetzakkingen bij ieder bedrijf doen met het bedrijfsresultaat, de liquide middelen en de solvabiliteit. In de scenario's die we doorrekenen houden we rekening met vijf generieke beleidsmaatregelen: het rentelasten- en aflossingsuitstel verleend door de grootbanken, de loondoorbetaling via de NOW, de TOGS, de TOZO en het uitstel van belastingbetalingen.¹⁶ We houden in deze eerste stresstest geen rekening met nieuwe leningen die bedrijven kunnen zijn aangegaan om extra liquiditeit te verschaffen en ook niet met seizoensinvloeden. Over de stresstesten is meer informatie beschikbaar in het achtergronddocument.¹⁷

¹³ Zie de volgende kamerbrieven over de belangrijkste maatregelen: NOW ([link](#)), TOZO ([link](#)), TOGS ([link](#)) en dit nieuwsbericht ([link](#)), alle links laatst geraadpleegd 19-05-2020.

¹⁴ Inderdaad is een echte risicoprofielinschatting pas mogelijk als de liquiditeitspositie en solvabiliteit matchen met het risicoprofiel van een bedrijf. We vergelijken hier de status voor corona (in Benedikt Vogt & Karen van der Wiel, 'Een stresstest van het Nederlandse mkb' CPB Achtergronddocument 2020) met de status voor de kredietcrisis (zie Sander van Veldhuizen, Remco Mocking & Nancy van Beers "De financiële positie van het midden- en kleinbedrijf in Nederland" CPB notitie 2014 ([link](#))).

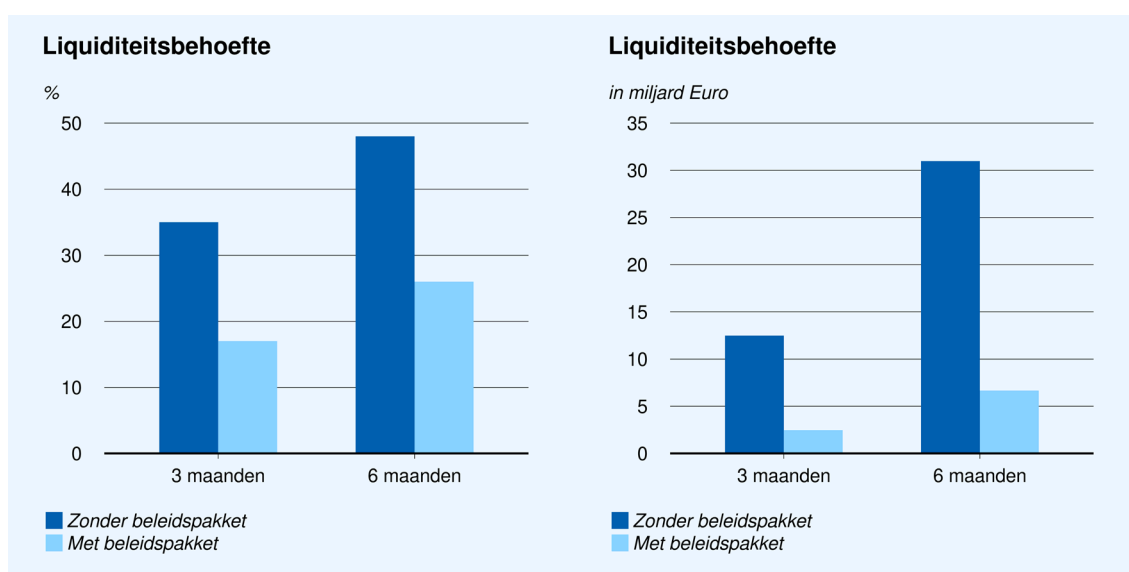
¹⁵ Dit betekent dat we in bovenstaande stresstesten slechts informatie gebruiken over een derde van de zelfstandigen zonder personeel, aangezien het hier alleen om bv's gaat. Tweederde van de zelfstandigen kiest voor een andere rechtsvorm. Zie deze CPB Notitie van Nicole Bosch & Arjan Lejour: "Fiscaliteit en de rechtsvorm van ondernemingen", 2017 ([link](#)).

¹⁶ Bijvoorbeeld de coronareserve voor voorlopige teruggave van (gedeeltelijke) vpb over 2019 zit (nog) niet in de analyse.

¹⁷ In het achtergronddocument worden naast onderstaande resultaten ook cijfers gepresenteerd voor o.a. de quick ratio en het bedrijfsresultaat.

De stresstesten laten zien dat veel kleine en middelgrote bedrijven door de coronacrisis liquide middelen tekort zullen komen, zelfs als rekening wordt gehouden met het steunbeleid. Figuur 3.1 (links) presenteert het percentage bedrijven dat volgens de stresstesten liquide middelen tekortkomt. Na zes maanden omzetverlies en bij een verlenging van het initiële beleidspakket zal een kwart van de mkb'ers met negatieve liquiditeit kampen. Dat wil overigens niet zeggen dat deze bedrijven allemaal failliet gaan; levensvatbare bedrijven kunnen waarschijnlijk bij banken extra liquiditeit ophalen. Als we alle benodigde bedragen bij elkaar optellen komen we na zes maanden op een extra liquiditeitsbehoefte voor het mkb van minimaal 7 mld euro uit, een bedrag dat zonder het steunpakket boven de 30 mld euro was uitgekomen (figuur 3.1 rechts).

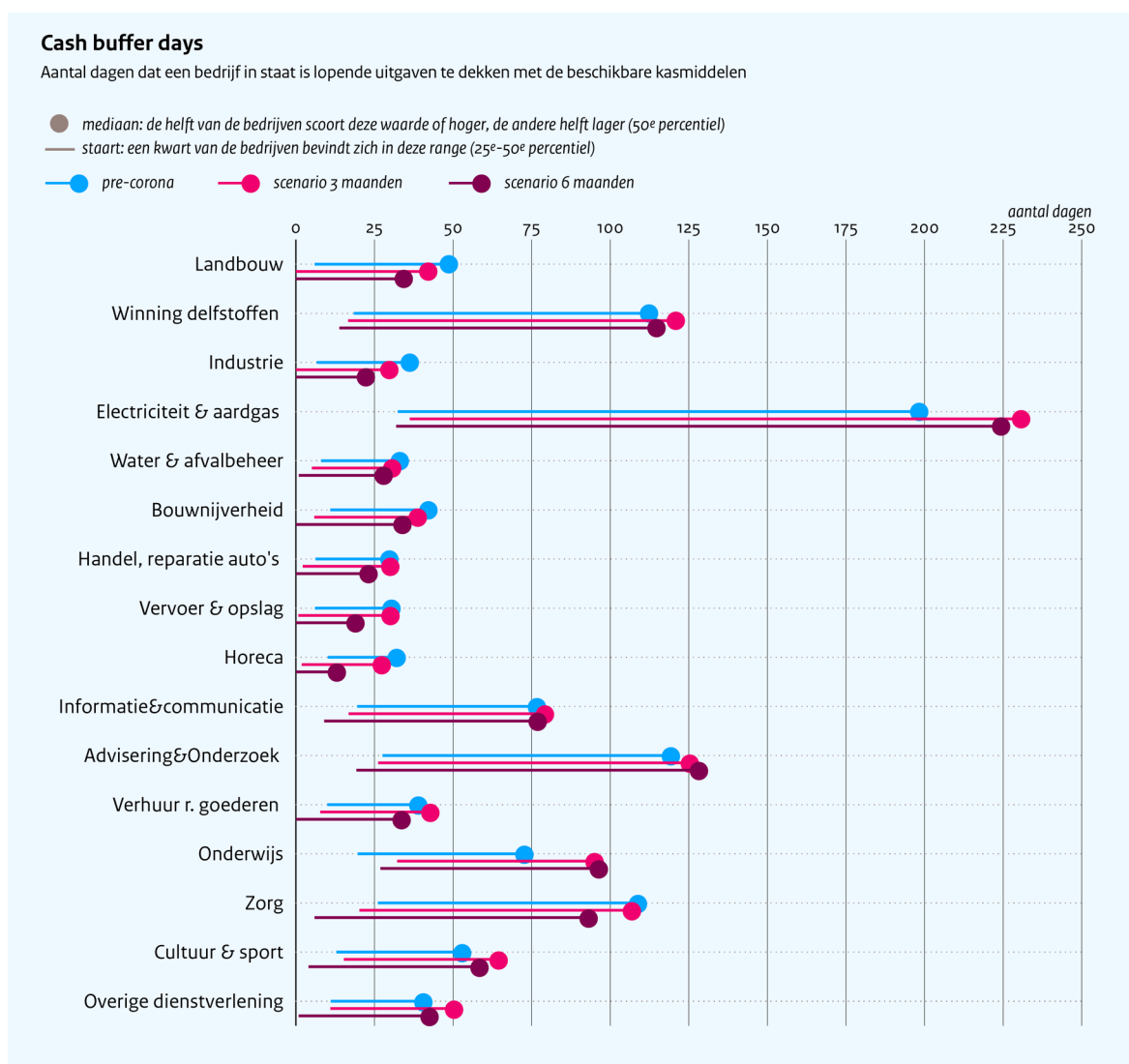
Figuur 3.1 Aanzienlijk percentage mkb-bedrijven dat extra liquiditeit nodig heeft, en ook met steunbeleid nog flinke minimale liquiditeitsbehoefte



Bron: eigen berekeningen CPB, zie achtergronddocument Vogt en Van der Wiel (2020).

De stresstest laat daarbij grote verschillen tussen sectoren zien in het percentage bedrijven dat liquiditeitsproblemen ervaart. Een kwetsbare groep bedrijven ziet het aantal resterende dagen dat zij hun kosten uit eigen liquide middelen kunnen dragen (cash buffer days) snel onder nul zakken. Figuur 3.2 laat zien dat in de sectoren horeca en vervoer relatief de meeste bedrijven na zes maanden een tekort aan liquide middelen hebben. Zeker in de horeca hebben bedrijven over het algemeen ook weinig onderpand, waardoor het voor hen niet altijd eenvoudig zal zijn nieuwe financiering op te halen om de liquiditeit te verbeteren. Opvallend is dat in absolute niveaus de liquiditeitsbehoefte verreweg het hoogst is in de handel (zie hiervoor het achtergronddocument).

Figuur 3.2 Veel bedrijven kunnen relatief weinig dagen doorkomen met huidige liquide middelen



Bron: eigen berekeningen CPB, zie achtergronddocument Vogt en Van der Wiel (2020).

De stresstest berekent ook hoe de solvabiliteitspositie van het Nederlandse mkb zal verslechteren.

Banken hanteren over het algemeen een ratio tussen de 25 en 40% als ondergrens voor een gezonde solvabiliteitspositie, onder andere afhankelijk van de sector. Uit de stresstest blijkt dat vooral in de sectoren industrie, handel, vervoer, horeca, verhuur van roerend goederen en cultuur & sport na zes maanden coronacrisis relatief veel bedrijven een risicovolle solvabiliteitspositie hebben. Kanttekening hierbij is wel dat we de verslechtering in de solvabiliteitspositie onderschatten, onder andere omdat we geen rekening houden met nieuwe verplichtingen in de vorm van kredieten of met een daling in de waarde van de bestaande activa.

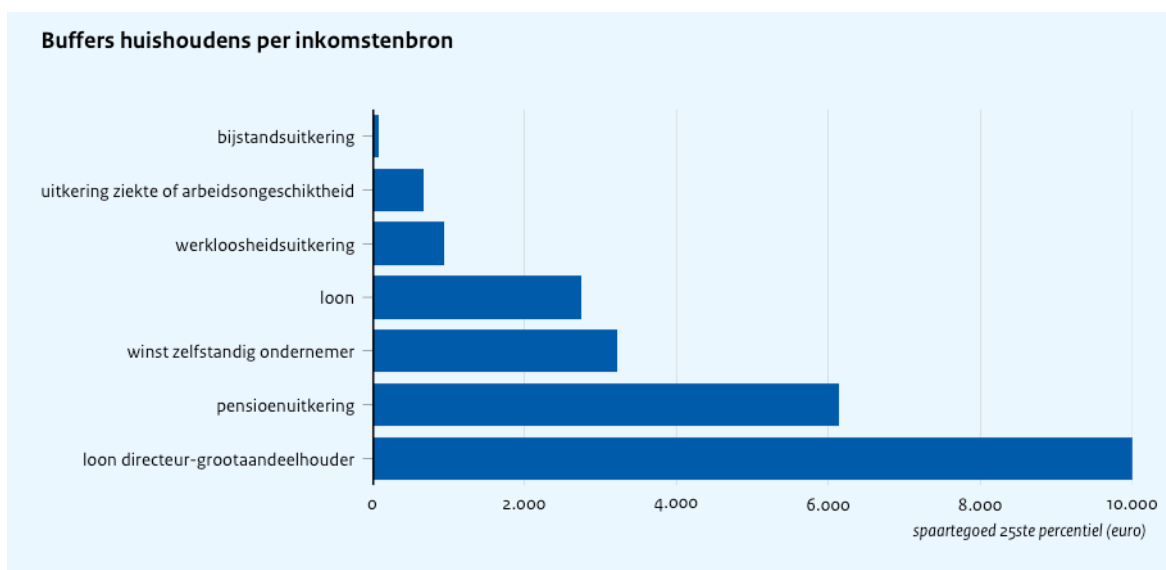
Het mkb heeft anders dan het grootbedrijf nauwelijks toegang tot de kapitaalmarkten en is daarmee voor (her)financiering van liquiditeits- en solvabiliteitsproblemen sterk afhankelijk van banken.

In hoofdstuk 4.1 gaan we in op de te verwachten effecten van de coronacrisis op kredietverlening. Belangrijke notie hierbij is dat de overheid wel meerdere garantieregelingen voor bankleningen aan het mkb heeft uitgebreid of opgetuigd, zoals de borgstelling mkb (bmbk) en het kleinkrediet corona (kkc, tot 50.000 euro). De Nederlandse Vereniging van Banken rapporteert dat zij tot half mei bijna 500 mln euro aan leningen heeft verstrekt met een bmbk-garantie.

3.2.1 Huishoudens: risico huizenmarkt onbekend

Ook huishoudens worden door de coronacrisis financieel geraakt, zowel in hun inkomen als in hun vermogen. De onmiddellijke effecten van de coronacrisis op het inkomen van huishoudens met een vaste baan of uitkering zijn beperkt. Voor flexwerkers en gezinnen waarin inkomen uit onderneming de belangrijkste inkomstenbron is, geldt dit uiteraard niet. Voor hen is het van groot belang dat zij over voldoende financiële buffers beschikken om deze inkomensschok op te kunnen vangen.

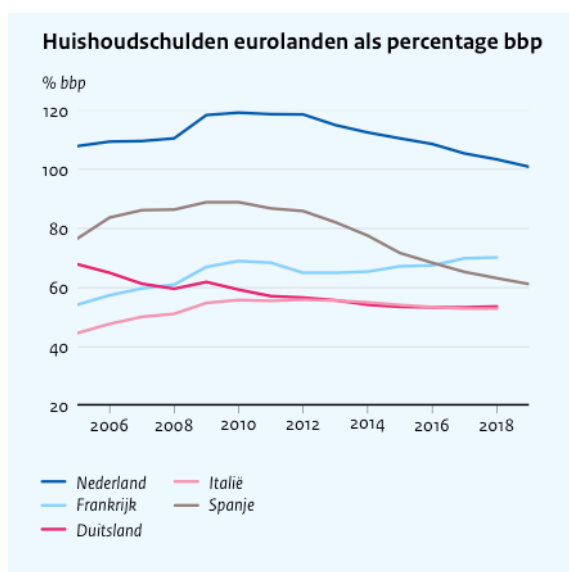
Figuur 3.3 Huishoudbuffers in het 25^{ste} percentiel zijn kwetsbaar



Bron: eigen berekeningen op basis van CBS microdata VEHTAB 2018.

Huishoudens aan de onderkant van de vermogensverdeling zijn kwetsbaar voor inkomensverlies. Vooral zelfstandigen en flexwerkers zonder werk spreken hun financiële buffers op dit moment aan. Een kwart van de huishoudens van ondernemers heeft minder dan 3000 euro vrij opneembaar spaargeld (zie figuur 3.3 voor het bedrag op het 25^{ste} percentiel van de vermogensverdeling). Volgens het CBS gaf eind 2019 20% van de zelfstandig ondernemers aan dat zij het minder dan drie maanden vol kunnen houden als hun inkomen weg zou vallen.

Figuur 3.3 Huishoudschulden in Nederland zijn wel gedaald



Bron: Thomson Reuters Datastream

Nederlandse huizenbezitters zijn gemiddeld genomen sinds de kredietcrisis minder kwetsbaar geworden voor mogelijke prijsdalingen op de koopwoningmarkt. Hoewel Nederland nog steeds tot de landen met de hoogste huishoudschulden behoort, daalde de huishoudschuld als percentage van het bbp wel, van 119% in 2010 naar 100% in 2019 (figuur 3.3).¹⁸ Om de risico's van de hypotheekschulden te verkleinen heeft het kabinet in 2013 meerdere maatregelen doorgevoerd op de woning- en hypotheekmarkt. De loan-to-income (LTI) limiet werd aangescherpt en wettelijk verankerd. De loan-to-value (LTV) limiet is in jaarlijkse stappen teruggebracht naar 100% in 2018. Bovendien werd aflossen verplicht om gebruik te mogen maken van hypotheekrenteaftrek. Het aantal huishoudens met een betalingsachterstand op hun hypotheek bleef overigens ook tijdens de huizenmarktcrisis tussen 2008 en 2013 beperkt. Nederlandse banken verloren weinig op hun hypotheekportefeuille, mede doordat de kredietnemer hier hoofdelijk aansprakelijk blijft en de bank zich dus zeer goed beschermd weet.¹⁹

Bepaalde groepen huizenbezitters kunnen op de middellange termijn wel in de problemen komen bij prijsdalingen op de koopwoningmarkt. Vooral huishoudens met weinig liquide middelen en hoge schuldenlasten blijven kwetsbaar voor prijsdalingen op de huizenmarkt. De groep huishoudens met een 'onderwaterhypotheek' is de laatste jaren wel fors teruggelopen: van 36% in het eerste kwartaal van 2013 tot slechts 4% in het tweede kwartaal van 2019.²⁰ Wel in de gevarenzone zitten bijvoorbeeld starters die net een woning hebben aangeschaft met een lening ter waarde van 100% van het huis. Tijdens de crisis in 2008 bleek dat een deel van deze huishoudens hun consumptie sterk terugschroefde, wat negatieve macro-economische consequenties met zich meebracht.²¹

Het is niet duidelijk hoe huizenprijzen zich zullen ontwikkelen als gevolg van de coronacrisis. Aan de ene kant kunnen huizenprijzen op de middellange termijn onder druk komen te staan als de vraag uitvalt. Dit kan bijvoorbeeld gebeuren bij hoge werkloosheid tijdens een zware recessie. Ongunstige ontwikkelingen op de kapitaalmarkt kunnen ook leiden tot een lagere vraag en zelfs *fire sales* bij beleggers en huiseigenaren. Verder kunnen hypotheekverstrekkingen strenger worden als gevolg van wanbetalingen op hun leningenportefeuille. Aan

¹⁸ Zie gegevens van Bank voor Internationale Betalingen ([link](#)).

¹⁹ DNB (2016) Bancaire hypotheekportefeuilles onder de loep, DNBulletin, 22 november ([link](#)).

²⁰ Loan Level Data DNB.

²¹ Teulings, R. en L. Zhang (2019) Huishoudens met hoge hypotheek bezuinigen tijdens een recessie, CPB notitie, april 2019. ([link](#))

de andere kant kunnen huizenprijzen op termijn op peil blijven als de vraag bij de lage hypotheekrente nog steeds hoog blijft. Zelfs als de vraag wel wegvalt, kan een - verder onwenselijke - daling in het nieuwbouwaanbod de prijzen enigszins stutten. Planprocedures kunnen bijvoorbeeld vertraging oplopen als reactie op de mogelijke vraaguitval. Uit onderzoek naar het effect van historische pandemieën op de huizenmarkt in de zeventiende eeuw komt overigens naar voren dat prijzen zich toen relatief snel weer herstelden.²²

4 Risico's voor financieel systeem in Nederland

De coronacrisis heeft negatieve consequenties voor de balansen van financiële instellingen. In de paragrafen hieronder worden zowel de uitgangssituatie pre-corona als de mechanismes achter de verslechtering van de financiële posities van Nederlandse banken, pensioenfondsen, verzekeraars en andere (niet-monetaire) financiële instellingen uiteengezet. Deze sectie beschrijft ook de kanalen waarlangs de directe impact van de coronacrisis op financiële markten en financiële instellingen weer de reële economie kan raken. We spreken hierbij vaak over *feedbackloops*. Deze kanalen kunnen de uitslagen van een conjunctuurcyclus vergroten, en zij kunnen in extreme gevallen ook tot langdurige of permanente economische schade leiden.²³

4.1 Banken: betere uitgangspositie dan voor kredietcrisis

De coronacrisis is voor banken een zeer serieuze stresstest 'in de praktijk'. Hoewel Nederlandse banken schokken beter kunnen opvangen dan voor de kredietcrisis en er veel begrotings- en monetair beleid wordt ingezet dat de gevolgen voor de financiële stabiliteit probeert te beperken, moet de komende tijd duidelijk worden hoe de banken deze werkelijke stresstest doorstaan. Banken zijn zeer belangrijke financiële intermediairs en als de impact van de coronacrisis op bankbalansen groot is, werkt dit door op de reële economie. De infographic op pagina 18 laat de belangrijkste verbindingen zien tussen banken, vermogenstitels, en leningen aan bedrijven en huishoudens, en hoe deze feedbackloops door beleid gemitigeerd kunnen worden. Belangrijke notie voor de economische groei is dat minder krediet voor huishoudens en bedrijven minder bestedingen en investeringen impliceert, waardoor de waarde van vermogenstitels nog meer zal dalen.

Nederlandse banken waren vlak voor de coronacrisis relatief sterk gekapitaliseerd en hadden weinig probleemleningen. Risicogewogen kapitaalratio's van Nederlandse banken zijn sinds de kredietcrisis in 2008 toegenomen. Op geaggregeerd niveau is deze ontwikkeling gedreven door zowel een absolute stijging van de kapitaalbuffers als een daling van het risicoprofiel van bankbalansen. Gemiddeld stegen kapitaalratio's voor Nederlandse banken van 9,3% begin 2008 (de Tier-1 ratio o.b.v. 'Basel II') tot 16,9% aan het eind van 2019 (de Common Equity Tier-1 ratio o.b.v. 'Basel III'). Deze stijging in risicogewogen kapitaalratio's is overigens een onderschatting van de daadwerkelijke verandering, omdat het getal uit 2019 sterker rekening houdt met de relevante risico's. Verder hadden Nederlandse banken eind 2019 met 1,9% een laag aandeel aan niet-presterende leningen ten opzichte van het Europese gemiddelde van 3,2%. Bovendien is de bancaire sector door een scala aan maatregelen sinds de kredietcrisis weerbaarder geworden. Te denken valt onder andere aan het

²²Marc Francke and Matthijs Korevaar, 'Housing Markets in a Pandemic: Evidence from Historical Outbreaks', Available at SSRN 3566909, 2020.)

²³ Valerie Cerra en Sweta Chaman Saxena (2008), Growth dynamics: the myth of economic recovery, American Economic Review 98(1), 439-57.

harmoniseren van het banktoezicht op Europees niveau, betere afspraken over herstel en resolutie en strengere kapitaal- en andere prudentiële eisen vanuit het Baselse comité.

Tegelijkertijd stelt de aanhoudend lage rente het verdienmodel van Nederlandse banken nog steeds voor uitdagingen. De lage rente zet nettorentebaten van banken onder druk. Rentebaten beslaan voor Nederlandse banken het overgrote deel van de totale omzet waardoor het effect op de toekomstige winstgevendheid van banken significant kan zijn.²⁴ Hoewel nettorentebaten de afgelopen jaren bij Nederlandse banken behoorlijk stabiel zijn gebleven, staan de komende jaren veel renteherzieningen van hypotheke op de rol.²⁵ Initieel zijn die afgesloten tegen een relatief hoge rente, die bij een renteherziening waarschijnlijk lager uitvalt. Wel blijft de Nederlandse bankenmarkt sterk geconcentreerd, wat mogelijk een rol speelt bij de in Europees opzicht hoge rentetarieven voor bedrijven en huishoudens.²⁶

De directe impact van de coronacrisis op met name bedrijven creëert risico's voor de kapitaalpositie van Nederlandse banken. De huidige vraag- én aanboduitval kunnen zich op termijn vertalen in kredietverliezen op leningen die door banken zijn verstrekt, zowel bij het mkb als bij het grootbedrijf. Deze verliezen op leningen moeten opgevangen worden, ten koste van het eigen kapitaal, waardoor de solvabiliteit van banken zal dalen. Het risico is ook aanwezig dat de waarde van onderpand op hypothecaire leningen, zoals in het commercieel vastgoed, op termijn gaat dalen.

Prijzdalingen en volatiliteit op financiële markten tasten vervolgens de liquiditeit van banken aan. De liquiditeitsbuffers die banken aanhouden om op korte termijn tegemoet te kunnen komen aan tegenvallers zijn recentelijk minder liquide geworden, en de waardering van vermogenstitels is in onzekere tijden minder goed te bepalen.

De coronacrisis veroorzaakt ook hogere financieringskosten voor banken zelf. Kredietbeoordelaars hebben hun vooruitzichten voor Nederlandse banken negatief bijgesteld, hetgeen tot hogere *spreads* op schuldinstrumenten van banken kan leiden. Ook is het denkbaar dat banken zich daarnaast moeilijker kunnen financieren door uitgifte van aandelen; recente afwaarderingen van bank aandelen zijn een signaal dat banken onder beleggers niet in trek zijn.

Verskillende maatregelen zijn getroffen met de bedoeling om de financiële stabiliteit te borgen en/of de kredietverlening te stimuleren. Op Europees niveau zijn er bijvoorbeeld de financieringsoperaties door de ECB (zoals de *Targeted Long Term Refinancing Operations*) en de aankoopprogramma's zoals het *Asset Purchase Program* en het *Pandemic Emergency Purchase Program*. Deze operaties bieden banken toegang tot financiering en beogen de kredietverlening door banken te stimuleren. DNB heeft daarnaast besloten tot het verlagen van de systeembuffer voor de grootbanken en tot uitstel van het invoeren van een ondergrens aan risicogewichten voor hypotheke. Verder probeert het huidige steunpakket van de overheid aan bedrijven (zoals de NOW) te voorkomen dat een deel van de bedrijven insolvent wordt en daarmee ook bankbalansen besmet. Ook zijn verschillende extra overheidsgaranties op bedrijfsleningen (GO-c, bmkc-c en klein krediet corona) bedoeld om de kredietverstrekking op peil te houden.

²⁴ Op geaggregeerde basis (alle Nederlandse grootbanken) beslaan netto rentebaten ca. 75% van het totale *operating income* van banken over 2019. Dit percentage is de afgelopen jaren vrijwel constant gebleven, maar dreigt de komende jaren ten gevolge van het 'aflopen' van vastrentende hypotheke te dalen. Bron: ECB Statistical Data Warehouse ([link](#))

²⁵ Tussen 2014 en het vierde kwartaal van 2019 zijn nettorentebaten (=renteinkomsten minus rentekosten) geconsolideerd voor de Nederlandse grootbanken zelfs gestegen. Bron: DNB Statistiek ([link](#))

²⁶ Van der Wiel, Van Solinge en Dubovik, 2019, MKB-financiering in Europees perspectief, CPB Policy Brief, ([link](#)).

Feedbackloops in financieel stelsel

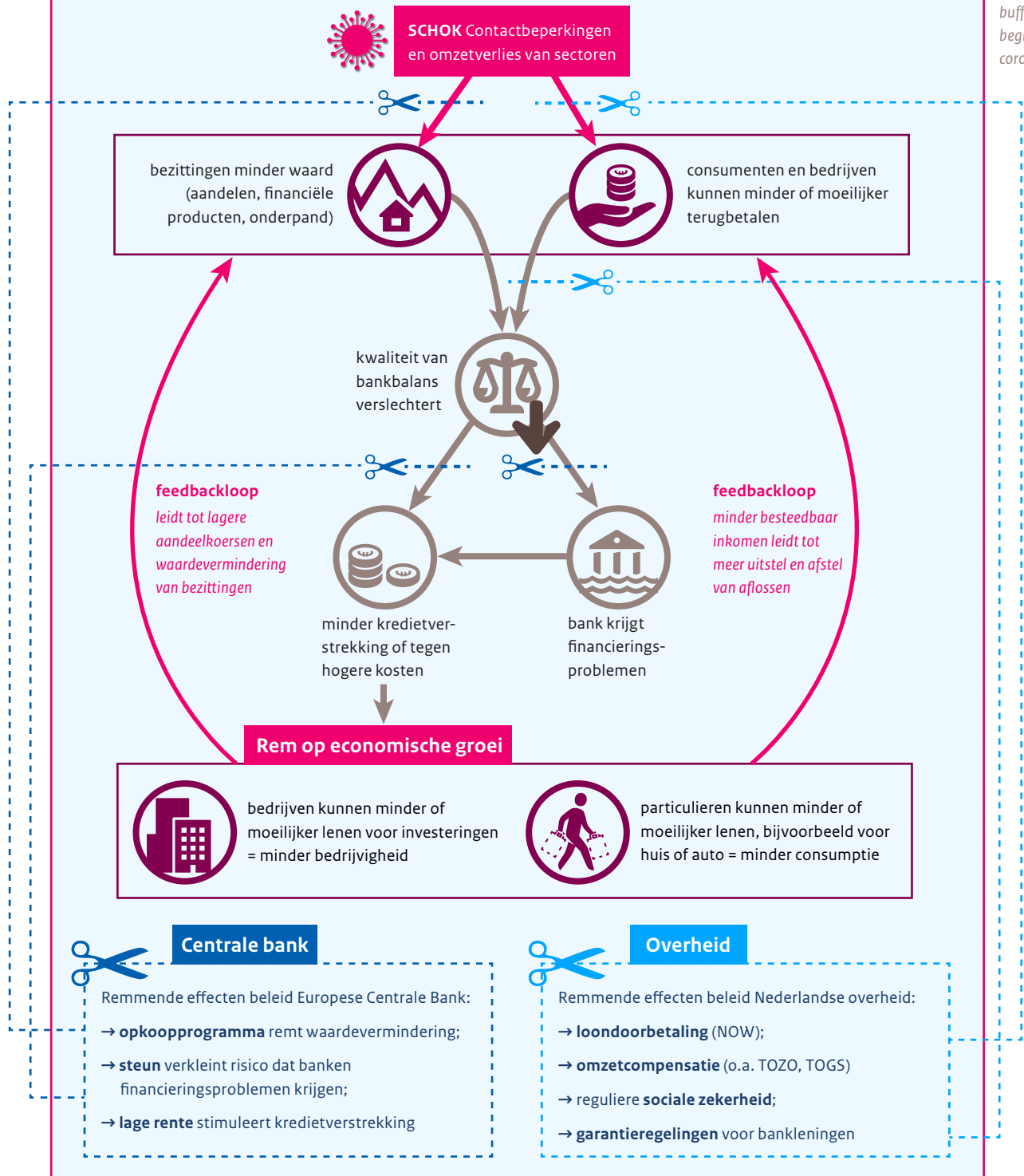


Banken

Plotse en hevige schokken zoals de coronacrisis brengen risico's met zich mee voor financiële instellingen. Deze risico's kunnen elkaar versterken, waardoor feedbackloops kunnen ontstaan



Lichtpuntje
Nederlandse banken hadden relatief hoge buffers bij begin van coronacrisis



In hoeverre banken hun kapitaalbuffers kunnen gaan aanwenden om de klappen van de coronacrisis op te vangen en de economie te stimuleren is nog onbekend. Kapitaal boven het minimumvereiste (4,5% kapitaalratio) zoals vastgelegd in 'Basel III' kan hier theoretisch voor worden ingezet. Op het eerste gezicht hebben Nederlandse banken dus nog significante speelruimte om verliezen op te vangen en de kredietverlening te stimuleren, maar dat is niet het hele verhaal. De Bank voor Internationale Betalingen (BIS) schat dat bij banken wereldwijd in een scenario zoals de kredietcrisis gemiddeld meer dan de helft van de buffers erodeert ten gevolge van kredietverliezen.²⁷ Deels komt dit door afschrijvingen op leningen en deels doordat het overige deel van de balans een hoger risicoprofiel krijgt, waarvoor banken additionele buffers dienen aan te houden. Hoeveel ruimte er precies overblijft bij Nederlandse banken hangt af van de ontwikkelingen. Overigens verlaagt additionele kredietverlening uit buffers het verlies-absorberend vermogen verder en maakt het banken inherent risicovoller.

4.2 Pensioenfondsen: al lage dekkingsgraden pre-corona

Dekkingsgraden van pensioenfondsen stonden al voor de coronacrisis onder druk, onder andere door de lage rentestand de afgelopen jaren. Door de lage rente zijn langlopende verplichtingen van pensioenfondsen sterker in waarde toegenomen dan beleggingen, vooral bij fondsen met *defined benefit*²⁸ kenmerken en zeker als deze fondsen hun renterisico's slechts beperkt hadden afgedekt. Vlak voor de coronacrisis, eind februari 2020, bedroeg de gemiddelde beleidsdekkingsgraad van pensioenfondsen nog maar 100,9%, onder de grens van 104% waarbij pensioenfondsen verplicht zijn maatregelen te nemen.²⁹ Pensioenfondsen kiezen ervoor een aanzienlijk deel van de beleggingen in 'veilige' staatsobligaties aan te houden om hun nominale verplichtingen te matchen; om te compenseren voor de bijbehorende lage rendementen hebben pensioenfondsen een prikkel om het risicoprofiel van overige beleggingen te verhogen. Zie het speciale hoofdstuk 7 voor een beschrijving en de risico's van dit *search for yield* fenomeen.

Prijzdalingen in vermogenstitels ten gevolge van de coronacrisis verslechteren de balanspositie van pensioenfondsen. Door de afwaarderingen op aandelen- en obligatiemarkten zijn bezittingen van pensioenfondsen minder waard geworden, wat de dekkingsgraden verder onder druk heeft gezet. In maart 2020 zakte de gemiddelde beleidsdekkingsgraad naar 99,7%.³⁰ Recente opwaarderingen hebben dit waarschijnlijk wel enigszins hersteld. Pensioenfondsen hebben op dit moment diverse aanpassingsmechanismes tot hun beschikking om de dekkingsgraden weer te verhogen. Naast aanpassingen in het beleggingsbeleid kunnen zij tussentijds de indexering aanpassen, premies verhogen of korten op de uitkeringen.³¹

Elke aanpassing die pensioenfondsen op termijn kunnen doen om dekkingsgraden te verbeteren, heeft ook reëel-economische consequenties (zie figuur 4.1). Om solvabel te blijven zullen de premie-inkomsten plus het investeringsrendement van pensioenfondsen de toekomstige pensioenbeloftes moeten kunnen dekken. Wanneer uiteindelijk voor hogere premies en/of lagere pensioenen wordt gekozen, verlaagt dat het besteedbaar inkomen van Nederlandse huishoudens. Dit kan leiden tot minder consumptieve bestedingen en daarmee minder economische activiteit.

²⁷ Ulf Lewrick, Christian Schmieler, Jhuvish Sobrun en Elöd Takáts, 2020, Releasing bank buffers to cushion the crisis- a quantitative assessment, BIS Bulletin No 11 ([link](#)).

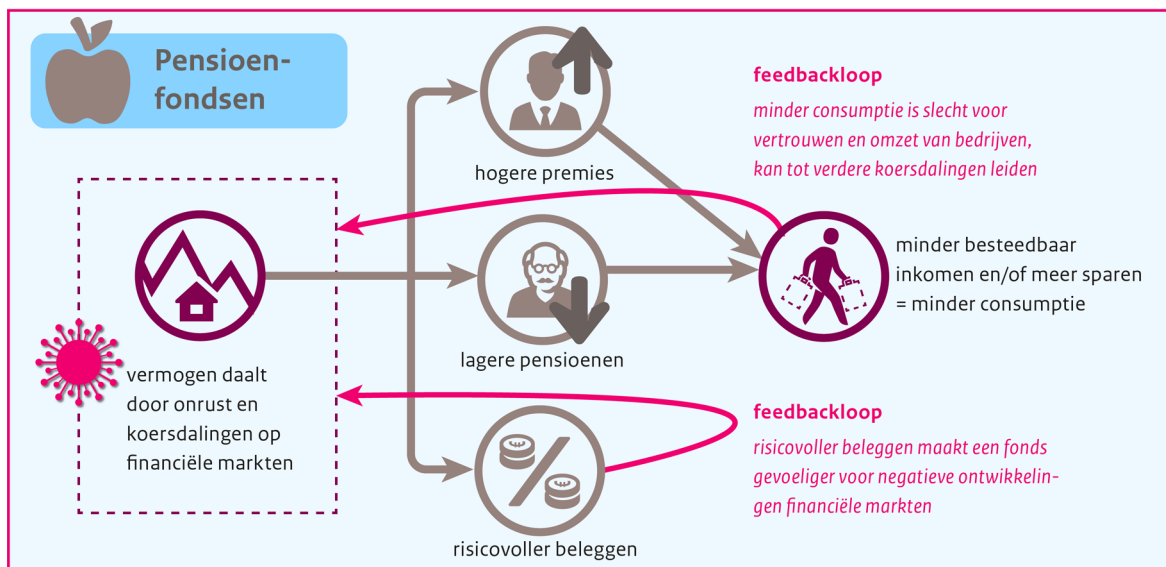
²⁸ Dat wil zeggen waar het pensioenfonds de waarde van een toekomstige uitkering aan de pensioengerechtigde in het verleden heeft gegarandeerd.

²⁹ DNB Statistiek ([link](#)).

³⁰ DNB Statistiek ([link](#)).

³¹ Bovendien wordt een andere rekenrente wel eens genoemd als een additioneel aanpassingsmechanisme. Wij interpreteren dit echter als een instrument om de lasten van een aanpassing anders tussen huidige en toekomstige generaties premieplichtigen en gepensioneerden te verdelen.

Figuur 4.1 Feedbackloop pensioenfondsen



4.3 Verzekeraars: grote verschillen tussen typen

De impact van de coronacrisis op claims bij verzekeraars hangt erg af van het type verzekering. Schadeclaims zullen naar verwachting hoger uitvallen bij bijvoorbeeld faillissements-, krediet-, inkomens-, verzuim-, arbeidsongeschiktheid-, reis- en evenementenverzekeraars. Dit kan de solvabiliteit verslechteren, maar het is nog te vroeg om de effecten hiervan op solvabiliteitsratio's in kaart te brengen. Dat komt onder andere doordat grote verzekeraars een gediversifieerd business model hebben en doordat in sommige takken het aantal claims juist lager kan uitvallen. Dat geldt bijvoorbeeld voor schadeverzekeraars (minder verkeer, minder ongelukken) en inbraakverzekeraars (door thuisblijven). Bij zorgverzekeraars worden wel hogere claims verwacht ten gevolge van het virus, maar daar lopen zeker in eerste instantie de claims voor overige zorg juist terug. Omdat zorgverzekeraars via de *continuïteitsbijdrageregeling* ook de niet-gedekte kosten van zorgaanbieders vergoeden, zullen zij dit jaar waarschijnlijk per saldo een hogere schadelast kennen.³²

Afwaarderingen op financiële markten trekken ook een wissel op de solvabiliteit van verzekeraars. Recente koersdalingen van aandelen, prijsveranderingen in bedrijfsobligaties en een toename van spreads op staatsobligaties beïnvloeden de solvabiliteit van Nederlandse verzekeraars negatief. Eventuele toekomstige prijsdalingen op de woning- en vastgoedmarkt werken ook door op de balansen van verzekeraars. Zij zijn tegenwoordig relatief grote hypotheekverstrekkers op de Nederlandse markt. Doordat Nederlandse verzekeraars profiteren van compenserende factoren in 'Solvency II' zijn de technische solvabiliteitsratio's overigens nog niet sterk verslechterd.

De overheid heeft tijdens de coronacrisis al ingegrepen op de kredietverzekeraarsmarkt. Deze verzekeraars spelen een rol in het faciliteren van handel en aan het begin van de coronacrisis bleken zij door de snel verslechterende omstandigheden verzekeringslimieten in te trekken (of te verlagen). Hierdoor werd het voor bedrijven moeilijker om hun leverings- of betalingsrisico af te dekken. Begin april kondigde de staat dan ook aan voor 12 mld aan risico's van kredietverzekeraars over te nemen. Het lijkt erop alsof deze markt ondertussen weer functioneert. Dit steunbeleid brengt uiteraard wel kredietrisico's voor de overheid met zich mee.

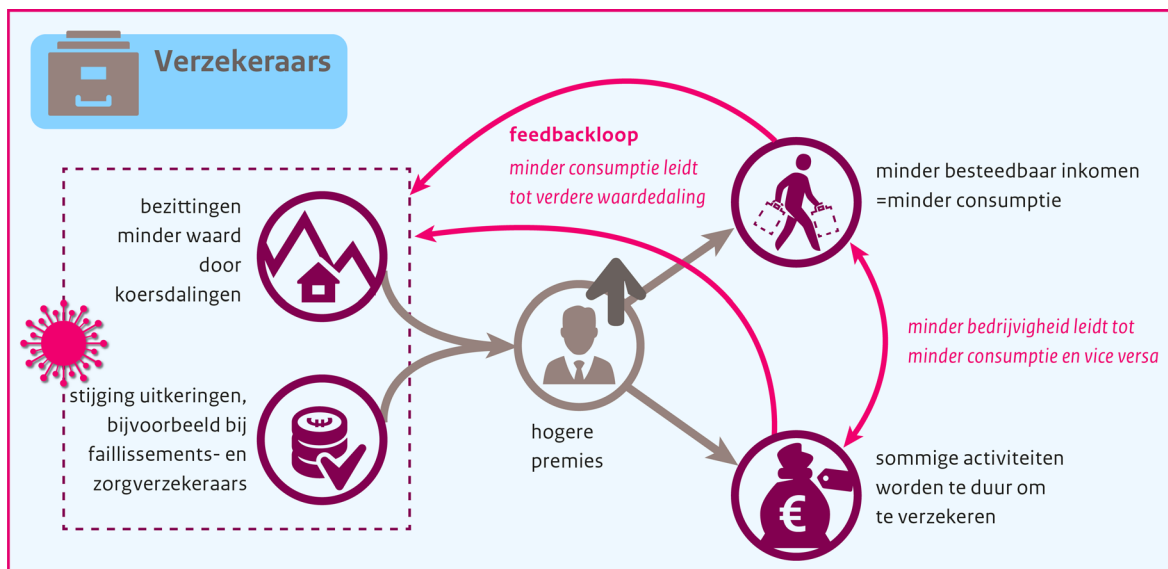
³² Voor meer informatie zie nza.nl: [\(link\)](#)

Door wet- en regelgeving is de kans op problemen met de financiële stabiliteit door verzekeraars minder groot dan ten tijde van de kredietcrisis. Zo is op Europees niveau het risico-gebaseerde toezichttraamwerk 'Solvency II' ingevoerd en is in Nederland het herstel- en resolutieraamwerk in de tussentijd aangepast. Wanneer de financiële situatie van een verzekeraar aanzienlijk verslechtert liggen er nu (eigen) plannen klaar om met deze problemen om te gaan, en is de continuïteit van polissen relatief goed geborgd. Zorgverzekeraars kunnen bovendien aanspraak maken op een calamiteitenregeling van de overheid bij uitzonderlijk hoge zorgkosten.³³ Bovendien heeft DNB aangegeven relatief soepel om te gaan met de huidige solvabiliteitsdalingen: bij zorgverzekeraars zal zij bijvoorbeeld geen acute herstelmaatregelen verlangen als deze daling het gevolg is van de tijdelijke extra bevoorschotting van zorginstellingen.

De solvabiliteit van verzekeraars met langlopende verplichtingen stond echter pre-corona al onder druk door de lage rente. De lage rente heeft met name impact op verzekeraars met langlopende verplichtingen, zoals levensverzekeraars. De (verdisconteerde) waarde van langlopende, toekomstige verplichtingen is sneller gestegen dan de waarde van beleggingen, en verzekeraars moeten hierdoor grotere buffers aanhouden.

Negatieve ontwikkelingen bij verzekeraars kunnen net als bij banken en pensioenfondsen doorwerken op de rest van de economie (zie figuur 4.2). Zo worden de consumptie en de algemene bedrijvigheid beïnvloed als premies erg stijgen of als voorwaarden drastisch worden aangescherpt als gevolg van de coronacrisis. Marktfalen kan ontstaan als door risico-aversie en een gebrek aan verzekeringsmogelijkheden een bepaalde markt niet tot stand komt. Ten slotte kan op kapitaalmarkten onrust ontstaan als verzekeraars in financiële problemen dreigen te komen. Vooral relevant daarbij is dat levensverzekeraars met tot op zekere hoogte vergelijkbare balansen als pensioenfondsen in sommige gevallen minder beleidsruimte hebben om uitkeringen aan te passen. Dit brengt een groter financieel risico voor deze instellingen zelf met zich mee.

Figuur 4.2 Feedbackloop verzekeraars



³³ Zie besluit zorgverzekering per 1 januari 2020 ([link](#))

4.4 Overige financiële instellingen

Door de diepe verwevenheid van het financiële stelsel werkt de coronacrisis ook door op overige financiële dienstverleners, die op hun beurt weer financiële markten en/of de reële economie beïnvloeden. Zo kunnen plotselinge verkopen door vermogensbeheerders en *margin calls* van centrale tegenpartijen (CCP's) de volatiliteit in de markt verder versterken. Bovendien worden ook alternatieve financiers, die van belang zijn voor het mkb, geraakt.

Vermogensbeheerders kunnen door marktstress gedwongen worden vermogenstitels te verkopen, en versterken daarmee de volatiliteit. In tijden van stress stijgt de vraag naar liquide en veilige vermogenstitels, wat bij vermogensbeheerders tot terugtrekkingen uit hun beleggingsfondsen leidt. Met name beleggingsfondsen die beleggen in bedrijfsobligaties blijken door de coronacrisis te zijn getroffen.³⁴ Volgens *Morningstar* bedroegen de terugtrekkingen bij Europese beleggingsfondsen in maart 2020 circa 250 mld euro, terwijl dit tijdens de kredietcrisis in oktober 2008 'slechts' om 108 mld euro ging. Omdat vermogensbeheerders hun belegde posities moeten verkopen om te kunnen voldoen aan cashclaims van hun investeerders, wordt de volatiliteit in deze markten versterkt en kunnen negatieve prijsontwikkelingen worden versterkt. Ook kunnen hierdoor op termijn financieringscondities voor bedrijven verslechteren.

Ook extra margeverplichtingen van centrale tegenpartijen (CCP's) voor banken en verzekeraars kunnen de volatiliteit op financiële markten versterken.³⁵ CCP's vragen bij marktstress extra betalingen aan hun leden, zodat de afwikkeling van financiële contracten tussen met name grote banken en verzekeraars kan worden gewaarborgd. Deze margeverplichtingen zijn een instrument om de tegenpartijrisico's, die waarschijnlijk toenemen tijdens een crisis, te beperken. Figuur 4.3 laat als voorbeeld de plotselinge stijging in maart zien van de margeverplichtingen op aandelenfutures aan de Chicago Mercantile Exchange. Deze zogeheten *margin calls* kunnen betekenen dat marktpartijen, zoals banken en verzekeraars, op korte termijn veel liquide middelen nodig hebben. Dat kan leiden tot gedwongen verkopen die de afwaardering van vermogenstitels versterken en de waarde van balansen verder doen dalen.³⁶ Indien de leden van CCP's op een gegeven moment niet meer aan hun verplichtingen kunnen voldoen, kunnen CCP's uiteindelijk ook zelf in de problemen raken.³⁷ Dat induceert mogelijk een systeemrisico, omdat er slechts een beperkt aantal CCP's is die de derivatenhandel afwickelen. Zo wordt circa 90% van de eurorentederivaten afgewikkeld door één CCP in Londen.³⁸

³⁴ Zie de *Financial Times*, 20 maart 2020 ([link](#)).

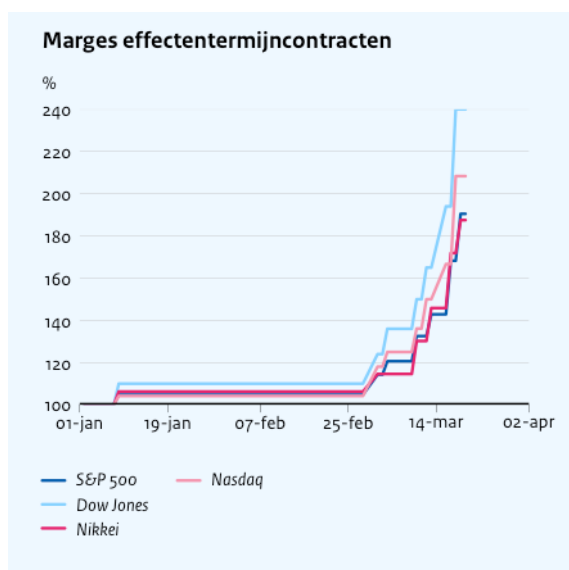
³⁵ Hetzelfde geldt voor margin calls op bilaterale derivaten, al hebben partijen daar meer vrijheid om betalingen tijdelijk op te schorten of om de marge betalingen te voldoen in minder liquide middelen.

³⁶ Wengian Huang and Előd Takáts (2020), The CCP-bank nexus in the time of Covid-19, BIS Bulletin No 13 ([link](#)).

³⁷ Hiervoor wordt momenteel een herstel- en afwikkelraamwerk voor opgetuigd ([link](#)).

³⁸ CPB, Risicorapportage Financiële Markten (2019). ([link](#))

Figuur 4.3 Voorbeeld: In maart moesten plotseling hogere marges worden gestort op equity futures die verhandeld worden op de Chicago Mercantile Exchange



Bron: Chicago mercantile exchange (CME).

De coronacrisis kan ook bij aanbieders van alternatieve financiering, zoals *factoring*, tot verliezen leiden. Bedrijven die factoring aanbieden behoren tot de grootste niet-bancaire financieringskanalen voor het mkb en zijn daarmee belangrijke verstrekkers van liquiditeit voor bedrijven.³⁹ Factoringaanbieders lopen een hoger kredietrisico tijdens de coronacrisis wanneer zij deze schulden niet meer of niet tijdig kunnen innen bij de crediteur en ook niet bij hun klanten. Veel factoring-aanbieders hebben het debiteurenrisico herverzekerd; premies hiervoor kunnen echter oplopen.

5 Risico's in en voor de EMU

De uitbraak van het coronavirus legt opnieuw de zwakke punten binnen de EMU bloot. Door een toename van de overheidsuitgaven - aan medische kosten en steunpakketten - en een daling van de belastingafdrachten, loopt in alle landen de staatsschuld op. Voor landen die al een hoog schuldniveau hadden, zoals Italië, stijgt ook de relatieve rentevoet op de staatsschuld. Dit kan problemen opleveren met de financierbaarheid van de schuld. Als de coronacrisis nog lange tijd duurt, is het zelfs mogelijk dat Italië moeite krijgt met de toegang tot financiële markten. Dit kan wederom zorgen geven over de toekomst van de euro, en een eurocrisis in gang zetten. Daarnaast kan ook het aandeel probleemleningen of *niet-presterende* leningen (NPLS) bij banken snel oplopen, doordat bedrijven moeite krijgen met terugbetalen.

Aangezien banken een aanzienlijk deel van de nationale overheidsschuld op de balans hebben, kunnen problemen bij de overheid ook snel overslaan naar de bankensector.⁴⁰ Deze bank-overheidsnexus verschilt sterk tussen lidstaten en kan met name voor landen met hoge overheidsschulden problematisch worden. In dit hoofdstuk richten wij ons op banken in de EMU, een beschrijving van de Nederlandse bankensector is ook al in hoofdstuk 4.1 aan bod gekomen. Daarnaast hebben Nederlandse partijen (huishoudens, bedrijven, banken etc.) ook een directe blootstelling aan landen die zwaar getroffen worden door het coronavirus. Aan

Natashe Kalara, Lu Zhang, Karen van der Wiel, Bedrijven verkopen hun facturen steeds vaker door, Economische Statistische Berichten, 25 maart 2018 ([link](#)).

⁴⁰ Een uitgebreidere toelichting op dit mechanisme is gegeven in de FRR(2018).

de hand van deze blootstellingen analyseren wij in hoeverre problemen in deze landen ook kunnen overslaan naar Nederland.

5.1 Overheden en banken onderling nog te afhankelijk

Europese banken zijn beter gekapitaliseerd dan vóór de kredietcrisis, en mogen sommige van deze kapitaalbuffers nu inzetten om de kredietverlening tijdens de coronacrisis op peil te houden. Figuur 5.1 (links) laat de ontwikkeling in TIER1-buffers zien. Bij Nederlandse banken is een lichte stijging in de kapitaalpositie zichtbaar, terwijl de risicogewogen kernkapitaalratio (CET1) sinds de eurocrisis sterker is gestegen (zie hoofdstuk 4.1). Op 12 maart heeft de toezichthouder, de Europese Centrale Bank (ECB), besloten dat sommige kapitaal- en liquiditeitsbuffers ingezet kunnen worden voor het verlenen van uitstel van betaling, voor bestaande kredietlijnen, en om eventuele verliezen op leningen op te vangen.⁴¹ In aanvulling hierop kunnen nationale toezichthouders overgaan tot aanvullende aanpassingen zoals een verlaging van de contracyclische kapitaalbuffers. DNB heeft daarop besloten tot het verlagen van de systeembuffer en tot uitstel van het invoeren van een ondergrens aan risicogewichten voor hypotheekleningen.

Hoewel Europese banken het aandeel probleemleningen sinds de kredietcrisis hebben teruggebracht, kan dit aandeel weer snel oplopen. Voornamelijk in Italië is het aandeel probleemleningen in de totale leningenportefeuille van banken sterk teruggebracht (figuur 5.1 rechts). Nederlandse banken hebben met 1,9% relatief weinig *niet-presterende leningen* op de balans. De coronacrisis zorgt er voor dat veel bedrijvigheid serieuze hinder ondervindt, waardoor bij bedrijven de terugbetaalcapaciteit voor leningen in het geding komt.⁴² Hierdoor kan het aantal niet-presterende leningen bij banken snel oplopen.

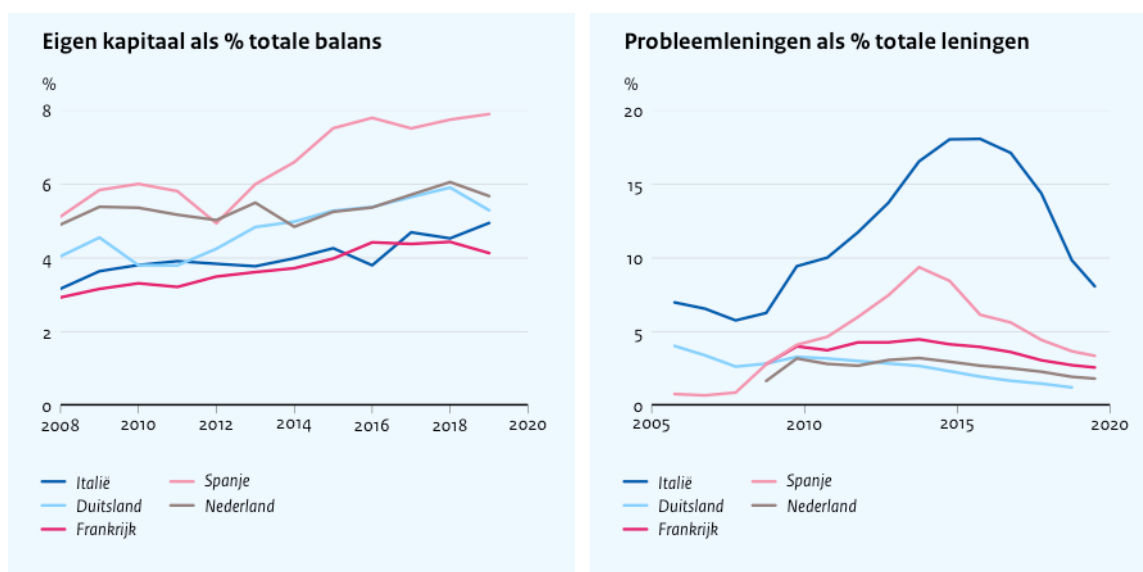
Om te voorkomen dat het aantal niet-presterende leningen snel oploopt zijn er verschillende beleidsmaatregelen getroffen. Ten eerste gaat het om boekhoudkundige maatregelen waardoor banken minder snel verliezen hoeven te nemen. Doordat bijvoorbeeld de ECB flexibeler omgaat met de classificatie van niet-presterende leningen hoeven banken op korte termijn geen extra voorzieningen op te bouwen om mogelijke verliezen op te vangen. Ten tweede gaat het om directe steunmaatregelen van overheden aan bedrijven, zoals loondoorbetaling. Ten derde gaat het om noodleningen en -garanties waarbij banken schuldverplichtingen van derden uitstellen of overheden deze zelfs garanderen. Dit geeft ruimte aan bedrijven, waarmee het risico op de uitstaande leningen van banken aan deze bedrijven verschuift naar de overheid. Dit ondersteunt zodoende ook banken om de kredietverlening op peil te houden.⁴³

⁴¹ Zie de aankondiging van de ECB over de versoepeling van de kapitaal- en operationele vereisten ([link](#)). Met dit besluit mogen banken tijdelijk interen op de Pillar 2 minimum-kapitaaleisen, mag de capital conservation buffer worden ingezet, en mogen banken door de minimum Liquidity Coverage Ratio van 100% heen. Verder mag overig niet kernkapitaal (CET1), zoals AT1 en AT2 (Additional Tier 1 en 2 kapitaal), worden ingezet om de schokken op te vangen.

⁴² Zie de toelichting van de Rijksoverheid op de sluiting van verschillende ondernemingen ([link](#)).

⁴³ De ECB heeft besloten dat banken flexibeler kunnen omgaan met de classificatie *unlikely to pay* van leningen, waardoor zij minder snel niet-presterend worden. Dit is ook een voorstel van de Europese Commissie geweest ([link](#)). Tegelijkertijd heeft de ECB opgeroepen niet procyclisch provisies op te nemen voor de verliezen op leningen, dit kan namelijk de cyclus versterken. Er zijn aanvullende maatregelen getroffen om banken en bedrijven te ondersteunen. In Nederland is bijvoorbeeld de NOW-regeling en een noodpakket voor ondernemingen (versoepelde belastingregelingen, compensatie en extra kredietmogelijkheden) ingevoerd om te voorkomen bedrijven met als gevolg daarvan banken in de problemen komen via uitstaande leningen.

Figuur 5.1 Banken zijn beter gekapitaliseerd en problemleningen in de eurozone zijn teruggebracht



Bron: ECB. Eigen kapitaal is hier TIER1-kapitaal, tot 2019q3.

Bron: IMF FSI. Leningen met meer dan negentig dagen betalingsachterstand als percentage van de totale leningenportefeuille, tot 2019q2.

Door de maatregelen om de coronacrisis te bestrijden lopen overheidsschulden sterk op, terwijl er een recessie in het verschiet ligt. De bestrijding van het virus legt een aanzienlijk beslag op de overheidsfinanciën. In Italië kan het totaal aan discretionaire maatregelen, afgezien van garanties en liquiditeit, dat ingezet wordt om de economische effecten van de coronacrisis te verzachten volgens het IMF oplopen tot 1,2% van het bbp in 2020 (inclusief garanties en liquiditeit tot ruim 30% van het bbp).⁴⁴ Afgezien van garanties en liquiditeitsmaatregelen worden volgens het IMF ook in andere landen aanzienlijke discretionaire maatregelen getroffen, zoals in Duitsland (4,4% bbp) en Frankrijk (1,9% bbp).

Door de toenemende onzekerheid rond de coronacrisis en een aanstaande recessie lopen rentes op staatsobligaties van vooral zuidelijke landen op. De stijging van de rente op overheidsschuld, voornamelijk voor Zuid-Europese lidstaten, verhoogt de rentelasten voor die overheden. Voor landen met al hoge overheidsschulden kunnen de hogere rentelasten de terugbetaalcapaciteit verkleinen (figuur 5.2 links). De stijging in het rendement op de staatsobligaties van deze landen, met de daarmee gepaard gaande prijsdaling, kan voor banken een verlies op de bestaande blootstelling aan de overheid betekenen. Tegelijkertijd is er ook economische krimp, waardoor de reële schuld, de overheidsschuld ten opzichte van de economische groei, verder toeneemt.⁴⁵

Om overheden te steunen bij het verzachten van de economische effecten van de coronacrisis is er besloten tot het inzetten van Europese noodpakketten. De Eurogroep heeft op 9 april besloten tot het inzetten van 540 mld euro aan steunpakketten om overheden te helpen met medische kosten, het ondersteunen van economische activiteit, en het inzetten op economisch herstel. De pakketten zullen lopen via noodleningen van het European Stability Mechanism (ESM, 240 mld euro), de European Investment Bank (EIB, 200 mld euro), en een nieuw fonds Support to mitigate Unemployment Risk in an Emergency (SURE, 100 mld). Deze steunpakketten helpen met name lidstaten met hoge overheidsschulden om de economische

⁴⁴ Garanties en liquiditeit zullen pas echt de staatsschuld laten stijgen in het geval dat de overheid de gegarandeerde leningen daadwerkelijk op de eigen balans moet overnemen.

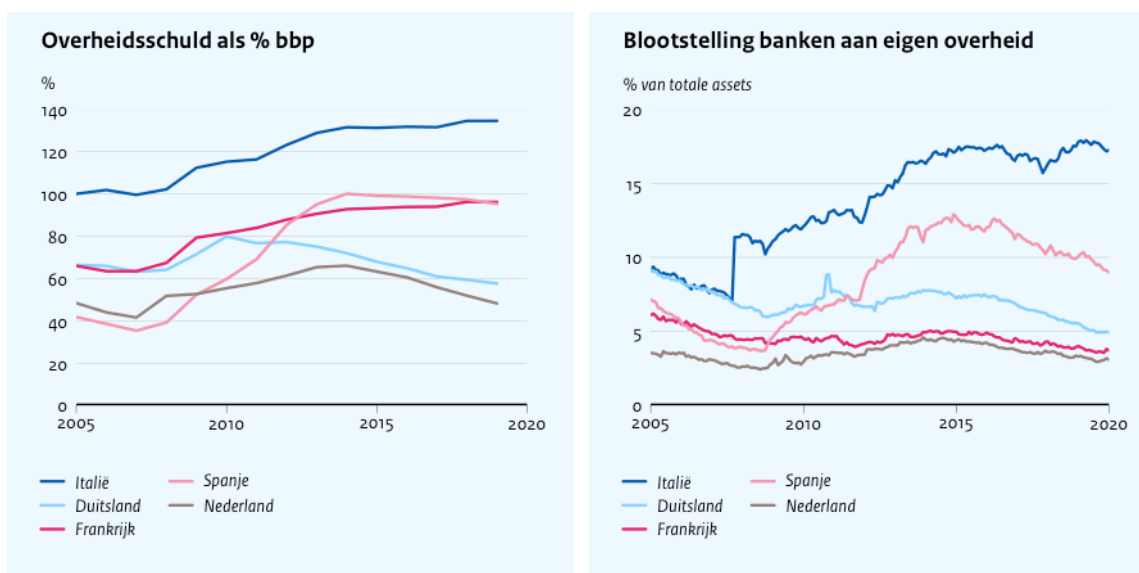
⁴⁵ Zie bijvoorbeeld de scenario's voor de economische impact van corona voor Nederland ([link](#)), en voor Europa ([link](#), [link](#) en [link](#)).

effecten van de coronacrisis te verzachten, en kunnen daarmee een deel van de problemen van een sterke bank-overheidnexus mitigeren.

De verwevenheid tussen banken en overheden is in de meeste eurolanden afgenomen maar nog niet verdwenen wat het probleem met overheidsschulden kan verergeren. In Italië bestaat de totale bankenbalans nu voor ongeveer 18% uit Italiaanse overheidsschuld. Dit is sinds het dieptepunt van de eurocrisis niet afgenomen (figuur 5.2 rechts). In Spanje is de blootstelling daarentegen sinds die periode duidelijk gedaald tot ongeveer 9%. Nederlandse banken hebben een beperkte blootstelling aan de eigen overheid, met ongeveer 3%. Doordat de Bankenunie nog niet af is, en er dus een Europees depositogarantiestelsel ontbreekt, worden de risico's als gevolg van de verwevenheid tussen banken en overheden nog steeds vooral nationaal opgevangen. Daarnaast is er in vergelijking met de verschillende staten van de Verenigde Staten weinig risicodeling via kapitaalmarkten, en zijn er beperkte begrotingsoverdrachten.⁴⁶ Dit kan voor landen met hoge schulden en grote blootstelling aan eigen banken problematisch zijn; immers, problemen bij de overheid kunnen zo overslaan naar banken, en vice versa. Daarentegen is er inmiddels wel een Europese richtlijn voor de afwikkeling van banken in problemen, waardoor de nationale belastingbetaler zo veel mogelijk buiten schot blijft bij problemen van een bank.⁴⁷

Doordat de coronacrisis alle EMU-landen raakt heeft de ECB verregaande maatregelen getroffen. De uitbraak van het virus is in dit opzicht een relatief symmetrische schok. Om bij te dragen aan het behoud van de monetaire transmissie tijdens de coronacrisis heeft de ECB op 18 maart het Pandemic Emergency Purchasing Programme (PEPP) aangekondigd. Met dit programma koopt de ECB 750 mld euro aan Europese staats- en bedrijfsobligaties op. Aan de hand van dit programma, en de aankondigingen van de verschillende steunpakketten, zijn rentes in perifere landen ten opzichte van kredietwaardigere landen op korte termijn afgenomen (figuur 5.3). De limieten aan het opkoopprogramma van ECB, waarbij niet meer dan 33% van de beschikbare overheidsobligaties in een land mag worden opgekocht, zijn losgelaten binnen dit programma.

Figuur 5.2 Overheidsschuld neemt toe, Italiaanse banken hebben groter deel daarvan op de balans



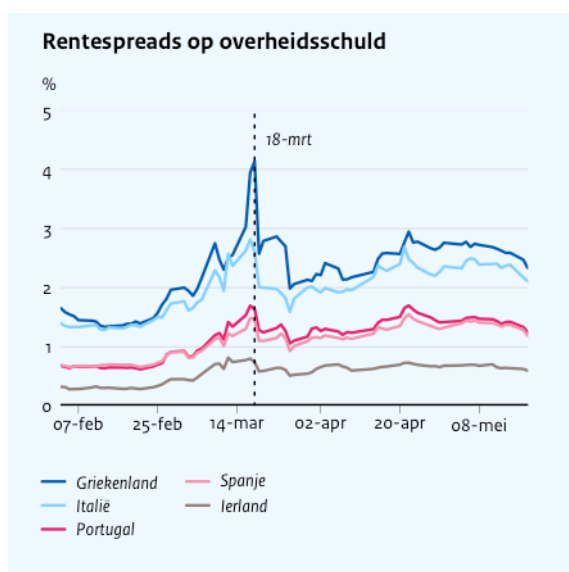
Bron: ECB en Eurostat, tot 2019q3.

Bron: ECB. Blootstelling als % van de balans.

⁴⁶ CPB (2019) Een budgettaire stabilisatiefunctie [link](#)

⁴⁷ Zie hiervoor de richtlijnen van de Europese Commissie voor het herstel en de afwikkeling van banken ([link](#)).

Figuur 5.3 Opgelopen spreads in Zuid-Europese lidstaten gedrukt door PEPP (aankondiging op 18 maart)



Bron: Datastream, 10y overheidsobligaties voor Zuid-Europese landen minus die van Duitsland.

5.2 Nederland heeft directe blootstelling aan de zwaarst getroffen landen

Bij financiële problemen in de door het coronavirus zwaarst getroffen eurolanden kan Nederland ook geraakt worden. De Nederlandse blootstelling via de kapitaalmarkten is in ieder geval niet gering.^{48, 49} Figuur 5.4 toont de Nederlandse private blootstelling aan aandelen en obligaties uit de landen die in absolute aantallen besmettingen het zwaarst getroffen zijn door het coronavirus. Deze blootstelling is via de aandelenmarkten redelijk beperkt met een bezit van in totaal 42 mld euro aan Franse, Spaanse, en Italiaanse aandelen.⁵⁰ Daarentegen is het bezit van schuldbewijzen van deze landen met in totaal meer dan 180 mld euro significant.⁵¹ Voor zowel aandelen (ongeveer 28 mld euro) als schuldbewijzen (ongeveer 130 mld euro) is de blootstelling aan Frankrijk het grootst. In 2018 was zelfs 10% van alle schuldbewijzen die Nederlanders bezitten uitgegeven door Franse bedrijven of overheden.

Daarnaast loopt de Nederlandse private sector ook risico via directe buitenlandse investeringen (FDI) in de zwaarst getroffen eurolanden. De Nederlandse private sector had in 2018 een blootstelling van ongeveer 308 mld euro via directe investeringen aan de door het coronavirus zwaarst getroffen EMU landen (zie figuur 5.5 links). Via de FDI in Frankrijk (115 mld euro), Italië (105 mld euro) en Spanje (88 mld euro) loopt de Nederlandse private sector ook risico door het stilvallen van deze economieën, waardoor investeringen beperkt, of niet, renderen. Uiteraard staan investeerders uit deze landen ook bloot aan ontwikkelingen in Nederland, zie daarvoor het bijbehorende achtergronddocument. In totaal hebben deze landen 60 mld euro

⁴⁸ Uitgerekend op basis van OECD (Tabel 720 – SNA 2008 – non-consolidated) data ([link](#)) en IMF CPIS data ([link](#)). De data zijn omgerekend van dollars naar euro's aan de hand van de wisselkoers aan het einde van het jaar.

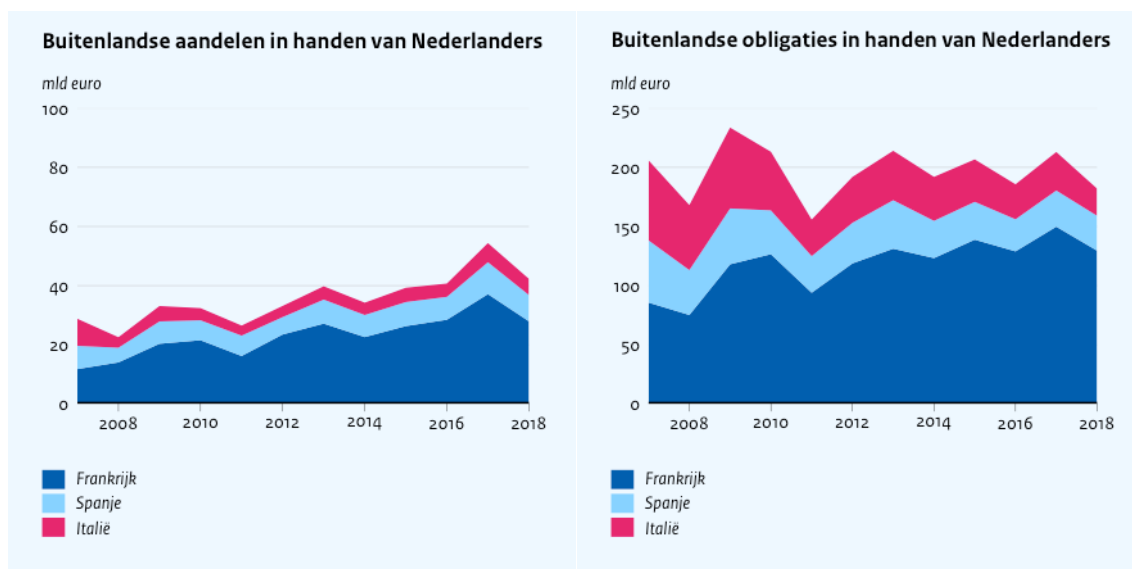
⁴⁹ In het achtergronddocument analyseren wij ook de blootstelling van de buitenlandse private sector aan Nederland via het bezit van aandelen en obligaties, en buitenlandse FDI in Nederland.

⁵⁰ De totale blootstelling van Nederlandse partijen (financiële instellingen, bedrijven en huishoudens) aan aandelen in de EMU in 2018 was ongeveer 209 mld euro.

⁵¹ Dit omvat alle typen schuldbewijzen die Nederlandse financiële instellingen, bedrijven en huishoudens aanhouden, zoals staats- en bedrijfsobligaties, en verhandelbare schuldbewijzen. Op een totaal van ongeveer 493 mld euro aan schuldbewijzen uit de EMU.

van Nederlandse aandelen en 257 mld euro aan obligaties in handen, en wordt er voor 224 mld euro direct in Nederland geïnvesteerd.

Figuur 5.4 Nederlands portfoliobezit in drie zwaarst getroffen landen in de eurozone⁵²

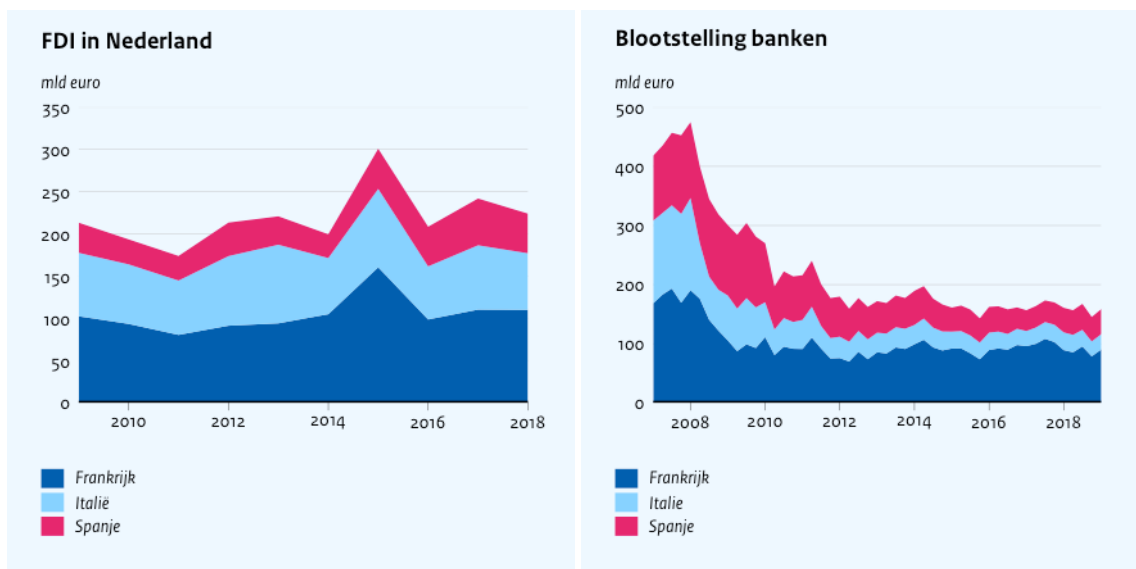


Bron: IMF CPIS

De blootstelling van Nederlandse banken aan de zwaarst getroffen lidstaten is ook niet gering, al is deze wel gedaald sinds de kredietcrisis. Nederlandse banken hebben een totale blootstelling aan lidstaten (leningen en obligaties) van ongeveer 539 mld euro. Een aanzienlijk deel hiervan, 161 mld euro, is aan landen die zwaar getroffen zijn door het coronavirus (zie figuur 5.5 rechts). De blootstelling van Nederlandse banken aan de Franse private sector vormt het leeuwendeel met bijna 100 mld euro. Via de bankensector kunnen problemen met overheidsschulden ook overslaan naar andere landen, vanwege de grensoverschrijdende bezittingen van overheidsobligaties door banken. In het kader op de volgende pagina simuleren wij de effecten van een schulden crisis in GIIPS-landen (Griekenland, Ierland, Italië, Portugal en Spanje) op banken in de EMU. De grootste verliezen worden door nationale banken in de GIIPS-landen geleden, buiten deze landen zijn de verliezen voor banken beperkt.

⁵² Omvat al het bezit in deze landen van alle Nederlandse huishoudens, financiële instellingen en bedrijven. Dit zijn echter alléén directe bezittingen. Dit betekent dat als bijvoorbeeld in een lers fonds is belegd die dan vervolgens investeert in Italië dit niet als een blootstelling op Italië wordt gezien. Daarnaast gaat het hier alleen om portfoliobezit. Dit houdt in dat aandelen in en schuldbewijzen aan dochterondernemingen (>10% van het totale eigen vermogen) niet wordt meegenomen. Bron: IMF CPIS Tabel 11 ([link](#)).

Figuur 5.5 Nederlandse directe investeringen (FDI)⁵³ en blootstelling van banken in zwaarst getroffen eurolanden ⁵⁴



Bron: IMF CDIS (links) en BIS (rechts)

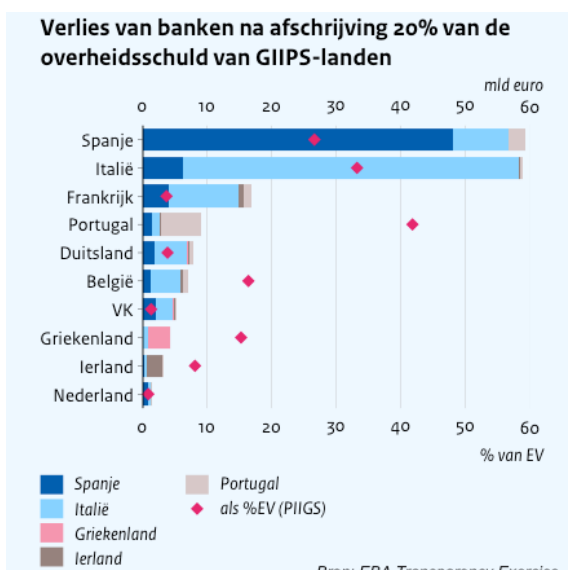
⁵³ Omvat alle directe buitenlandse investeringen door Nederlandse huishoudens, financiële instellingen en bedrijven. Hier maken wij gebruik van wat de Nederlandse private sector rapporteert. In sommige gevallen komen de gerapporteerde bedragen over dezelfde posities niet volledig overeen tussen de uitgaande en inkomende landen. Bron: IMF CDIS [Table 4](#).

⁵⁴ Omvat alle blootstellingen van Nederlandse banken aan eurolanden, bijvoorbeeld via leningen aan buitenlandse partijen of het bezit van buitenlandse schuldbewijzen (zoals staats- of bedrijfsobligaties). Bron: BIS consolidated banking statistics.

Impact van een nieuwe EMU-schuldencrisis

Hoe gevoelig zijn banken in de EMU voor een schuldencrisis in Zuid-Europese landen? De staatsschuld ten opzichte van het bbp is in het bijzonder hoog voor Italië (137%). Het verschil tussen de Italiaanse en de Duitse rente is opgelopen, maar ook voor andere Zuid-Europese landen is dit verschil gestegen. Tegelijkertijd zal in de toekomst ook het aantal problemleningen oplopen, wat extra druk geeft op de kapitaalpositie van banken. Vanwege de onzekerheid in de toename hiervan laten wij dit buiten de simulaties.

De grootste verliezen van een potentiële schuldencrisis worden vooral door Spaanse en Italiaanse banken zelf geleden. Om de effecten van een schuldencrisis te simuleren schrijven wij 20% af op de totale overheidsschuld van GIIPS-landen (Griekenland, Ierland, Italië, Portugal en Spanje). Dit is een extreem scenario van afschrijvingen, waarbij banken die veel schuld van de eigen overheid op de balans hebben staan de grootste verliezen leiden.^(a,b) Voor Italiaanse en Spaanse banken is het verlies aan kapitaal ongeveer 60 miljard euro, respectievelijk 27% en 33% van het eigen vermogen. In termen van het eigen vermogen is de impact voor Portugese banken het grootst (41%). Voor Griekse (15%) en Ierse (8%) banken zijn de effecten beperkt.



Bron: EBA transparency exercise, data voor juni 2019, bewerking CPB.

Banken buiten deze landen worden beperkt geraakt. De enige uitzondering hierop is het verlies voor Belgische banken ten opzichte van het eigen vermogen, voornamelijk door blootstelling aan de Italiaanse overheid. Hoewel de totale verliezen voor Belgische banken beperkt zijn (6,7 mld euro) is het in termen van het totale eigen vermogen aanzienlijk (16%).

Hoewel de directe gevolgen voor Nederlandse banken beperkt blijken, kunnen er wel indirecte gevolgen zijn. Nederlandse banken worden zowel qua kapitaal (1,3 mld euro) als qua percentage van het eigen vermogen (0,9%) relatief licht geraakt. De besmetting kan echter via andere landen ook bij Nederlandse banken terechtkomen via grensoverschrijdende activiteiten.

a) Zie een eerdere simulatie in Soederhuizen, Teulings (2018). ESB.

b) De toename in de risicopremie in Ierland is overigens beperkt.

6 Structurele kwetsbaarheden in de financiële sector

Afgezien van de coronacrisis liggen actuele en structurele problemen voor de financiële sector op de loer, die niet uit het oog mogen worden verloren. De coronacrisis veroorzaakt mondiaal economische schade en heeft, wegens de hevigheid en actualiteit, in deze risicorapportage de boventoon gevoerd. Desondanks bestaan er risico's van structurelere aard voor de financiële sector die aandacht verdienen. In dit hoofdstuk brengen wij twee hiervan beknopt aan het licht: middellangetermijnrisico's van het monetair beleid en de Brexit.

Onconventionele liquiditeitssteun door de ECB gaat gepaard met verschillende risico's. De afgelopen jaren is de balans van het Eurosysteem door het *Asset Purchase Programme (APP)* substantieel verlengd. Ook het recente *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)* zorgt voor verdere verlenging. In eerste instantie spelen deze programma's een rol bij het voorkomen van problemen zoals een liquiditeitscrisis. Op termijn zou deze vergroting van de geldhoeveelheid echter tot stagflatie in de eurozone kunnen leiden.⁵⁵ Bovendien verlaagt het zonder limiet aankopen van staatsobligaties (onder het PEPP) de prikkel om overheidsschuld te reduceren, omdat de ECB als grote koper in de markt de rente op overheidsschuld drukt. Het is ook denkbaar dat door de coronacrisis de kredietwaardigheid van een deel van de verhandelbare titels degradeert, zeker bij obligaties die net *investment grade* zijn. Door juridische restricties aan het aankoopbeleid kan het dan voorkomen dat bedrijven die juist liquiditeitssteun nodig hebben, er niet voor in aanmerking komen. Anderzijds zijn deze juridische restricties er niet voor niks, aangezien het risico bestaat dat bedrijven die niet kredietwaardig zijn (zombie firms) steun krijgen.

Het opkoopbeleid is mogelijk niet gemakkelijk af te bouwen. Zowel het APP als het PEPP omvat het aankopen van obligaties die een afloopdatum (de *maturity date*) kennen. Onder het APP worden aflopende leningen opnieuw opgekocht door de ECB, die reeds een substantieel aandeel van de uitstaande private- en staatsschuld bezit. Als de programma's niet worden voortgezet⁵⁶, kan het 'wegvallen' van de ECB als grote koper op de schuldenmarkt leiden tot een financieringsschok op financiële markten. Mogelijk gaat dit gepaard met een stijging van de kosten van financiering voor bedrijven en overheden, wat ten tijde van lage economische groei (zoals door de coronacrisis) ongewenst is. Dit legt mogelijk restricties op aan een eventuele afbouw van deze opkoopprogramma's.

Ook is de effectiviteit van het rente-instrument tijdens en na de coronacrisis beperkt. Banken rekenen nog nauwelijks de aan hen berekende negatieve rente door aan depositohouders. Daardoor lijkt er in de praktijk sprake van een impliciete ondergrens op spaarrente, de *Effective Zero Lower Bound*, die ervoor zorgt dat sparen niet verder ontmoedigd wordt. Onderzoek laat ten slotte zien dat verlagingen van de beleidsrente tijdens en na een (financiële) crisis niet evenredig gepaard gaan met een verlaging in de rente van kredietverstrekking en op spaardeposito's.⁵⁷

⁵⁵ Het APP ging de afgelopen jaren niet gepaard met een (sterke) toename van de inflatie in de eurozone. Effecten op de inflatie van het gecombineerde APP en PEPP zijn nog onbekend. Wel is het denkbaar dat deze liquiditeitssteun gecombineerd met aanbodsuitval (door de coronacrisis) in de economie op termijn een prijsopdrijvend effect kan hebben.

⁵⁶ Aflopende obligaties die aangekocht zijn binnen het mandaat van het APP worden vooralsnog her-opgekocht. Dat geldt niet voor het PEPP, dat is een 'eenmalig' programma.

⁵⁷ Zie Illes & Lombardi (2013), *Interest rate pass-through since the financial crisis*, BIS Quarterly Review (September 2013). En zie: Hristov, Hülsewig & Wollmershäuser (2014), *The interest rate pass-through in the Euro area during the global financial crisis*, Journal of Banking & Finance (48).

Een no trade deal en potentieel ontwrichtende Brexit aan het eind van 2020 kan niet worden uitgesloten.

Het Verenigd Koninkrijk heeft in januari 2020 formeel de EU verlaten, waarna een transitieperiode is ingegaan die bedoeld is om tot afspraken te komen over de toekomstige relatie tussen het VK en de EU. Het is niet uitgesloten dat er in december 2020 geen overeenstemming is over een akkoord; de coronacrisis maakt het onderhandelen er niet gemakkelijker op. Mocht dit gebeuren, dan kan het VK een tijdelijke verlenging aanvragen. Zonder akkoord en verlenging van de transitieperiode zullen de EU en het VK terugvallen op afspraken uit dan nog geldende internationale verdragen. Bij het overgaan op WHO-handelsvoorwaarden kunnen restricties ontstaan die de handel en daarmee de reële economie wederzijds kunnen benadelen.

Een no trade deal Brexit kan negatieve consequenties hebben voor financiële instellingen. Onduidelijkheid over de positie van financiële instellingen kan aan het eind van de transitieperiode leiden tot het verlies van toegang tot wederzijdse financiële markten. Momenteel opereren Britse en Europese instellingen in elkaars jurisdicties op basis van *passporting rights*. Deze rechten vervallen wanneer het VK bijvoorbeeld door een no trade deal Brexit de Europese Economische Ruimte verlaat. Toegang tot elkaars kapitaalmarkten is dan niet meer vanzelfsprekend. De Britse FSA heeft al aangegeven ook in het geval van een *no-deal* paspoortrechten van financiële instellingen uit de EU te handhaven; de toegang tot de EU-markt is echter nog onzeker.⁵⁸ Het is bovendien denkbaar dat wederzijds kapitaalcontroles worden opgelegd.⁵⁹ Kapitaalcontroles kunnen de toegang van financiële instellingen tot wederzijdse kapitaalmarkten beperken. Ten slotte kan een afwaardering van de kredietwaardigheid van bedrijven met een significante blootstelling aan het VK (dan wel Britse bedrijven zelf) het kredietrisico op balansen van banken of verzekeraars vergroten.

⁵⁸ Om toegang tot de Europese markt te krijgen kunnen instellingen een dochteronderneming in een van de lidstaten van de EU openen. Zij komen dan onder toezicht van die lidstaat te staan en mogen dan via 'passporting' opereren in de rest van de EU. De Europese Commissie kan ook beslissen de VK equivalent te verklaren. Als Britse instellingen dan in de EU willen opereren moeten ze zich registreren bij ESMA. Equivalentiebeslissingen zijn alleen niet voor alle typen financiële diensten mogelijk ([link](#)).

⁵⁹ Indien bijvoorbeeld een 'harde' Brexit leidt tot sterke schommelingen in het Britse Pond/Euro. Zie: Marcel Fratzscher (2012), Capital Controls and Foreign Exchange Policy, ECB Working Paper Series NO 1415 ([link](#)).

7 Special topic: risicovolle zoektocht naar rendement

De uitbraak van het coronavirus heeft tot veel onrust op financiële markten geleid. Aandelenmarkten zijn in eerste instantie wereldwijd gekelderd en de rentes op staatsobligaties van sommige eurolanden zijn sterk opgelopen.⁶⁰ De daling in de prijs van deze vermogenstitels leidt ertoe dat financiële instellingen met een risicovollere beleggingsportefeuille grotere verliezen leiden.

De lage rente en de toename van wereldwijde besparingen hebben financiële instellingen aangezet tot meer beleggen in risicovolle producten.⁶¹ Een dergelijke zoektocht naar rendement wordt in de literatuur aangeduid als een *search for yield*. Door lage rendementen op veilige beleggingen, zoals overheidsobligaties van kredietwaardige landen, kunnen financiële instellingen en beleggers op zoek zijn gegaan naar rendement door te beleggen in risicovollere vermogenstitels. Tegelijkertijd nemen de wereldwijde besparingen toe, een fenomeen dat bekendstaat als de *global savings glut*.⁶² Dit betekent dat er meer kapitaal op zoek gaat naar investeringen. Deze toegenomen vraag kan ervoor zorgen dat het spectrum aan beschikbare vermogenstitels verandert.⁶³

De grotere vraag naar risicovolle beleggingsproducten drukt de verwachte rendementen. Figuur 7.1 toont de rendementen op staats- en bedrijfsobligaties en aandelenvermogen. Er is een sterke daling waarneembaar in de rendementen op zowel BBB-bedrijfsobligaties dan op de meer risicovolle BB-bedrijfsobligaties.⁶⁴ Voor aandelen is een daling in verwachte rendementen te zien vanaf 2012. Tegelijkertijd daalt ook de rente op de 10-jaars Duitse staatsobligaties.

Binnen sommige groepen beleggingsproducten dalen hierdoor risicopremies. Een risicopremie is de extra risico-opslag op een riskante vermogenstitel ten opzichte van een veiliger alternatief. In figuur 7.2 tonen wij risicopremies op bedrijfsobligaties en aandelen in vergelijking met een van de meest veilige beleggingsproducten: Duitse staatsobligaties. Deze risicopremies bevonden zich tot aan de coronacrisis op een niveau vergelijkbaar met dat van vóór de kredietcrisis, en waren – afgezien van crisisperiodes – relatief stabiel. De risicopremie *binnen* de groep bedrijfsobligaties vertoonde tot aan de coronacrisis echter een dalende trend.⁶⁵ Dit is te zien in figuur 7.3, waar we de risicopremie tonen op BB-bedrijfsobligaties in vergelijking met BBB-bedrijfsobligaties, voor zowel de Europese als de Amerikaanse markt.⁶⁶

⁶⁰ Een stijging van de rente op vermogenstitels staat gelijk aan een afname van de prijs.

⁶¹ IMF, "Global Financial Stability Report", oktober 2019 ([link](#)).

⁶² Bernanke, Ben S. "The global savings glut and the U.S. current account deficit", toespraak nr. 77, Board of Governors of the Federal Reserve System (V.S.) ([link](#)).

⁶³ Door toegenomen besparingen kunnen financiële instellingen eventueel meer risico moeten nemen; immers, als er meer veilige vermogenstitels door andere partijen worden opgekocht, blijft er minder voor deze instellingen over. Zie bijvoorbeeld het effect van toegenomen besparingen op de *search for yield* bij banken in: Martinez-Miera, David en Rafael Repullo. "Search for yield" *Econometrica* 85, nr. 2 (2017): 351-378 ([link](#)). Voor het effect van toenemende mondiale besparingen op risicogedrag, zie: Rajan, Raghuram G. "Has financial development made the world riskier?" NBER Working Paper 11728 (2005) ([link](#)) en Summers, Lawrence H. "US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound" *Business economics* 49, nr. 2 (2014): 65-73 ([link](#)).

⁶⁴ Zie voetnoot 5 voor uitleg *investment grade*.

⁶⁵ Literatuur stelt dat *search for yield* zich uit in de risicopremie *binnen* een groep beleggingsproducten, terwijl de toegenomen vraag naar veilige activa de risicopremie in vergelijking met veilige staatsobligaties op peil houdt. Zie Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi en Pierre-Olivier Gourinchas. "The Safe Assets Shortage Conundrum" *Journal of Economic Perspectives* 31, nr. 3 (2017): 29-46 ([link](#)).

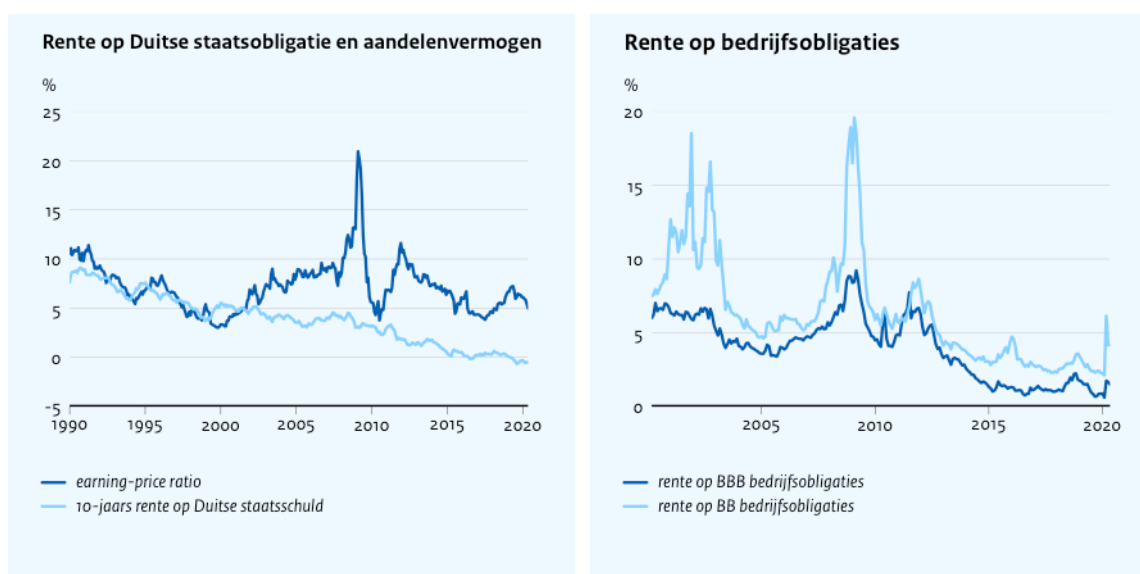
⁶⁶ Dit betreft de markten voor bedrijfsobligaties voor niet-financiële bedrijven. Een vergelijkbare risicopremie binnen de aandelenmarkt is veel moeilijker te meten omdat er voor aandelen geen uniforme en eenduidige risicomatstaf bestaat.

Door de search for yield zijn financiële instellingen kwetsbaarder geworden voor scherpe prijsdalingen.⁶⁷ Die kwetsbaarheden ontstaan doordat financiële instellingen hun beleggingen in vermogenstitels met een relatief hoog risico hebben vergroot. De kans op verliezen wordt ook groter als, bij onveranderde onderliggende risico's, risicopremies dalen. Door een verschuiving in beleggingsportefeuilles en lage risicopremies kunnen er grotere risico's zijn ontstaan voor de stabiliteit van het financiële systeem. Bij scherpe prijsdalingen – hogere risicopremies, zoals tijdens de uitbraak van het coronavirus – zullen financiële instellingen daardoor grotere verliezen lijden. Om deze verliezen op te vangen zal moeten worden ingeteerd op de buffers, en deze zijn wellicht ontoereikend om alle klappen van de coronacrisis te doorstaan.

Deze kwetsbaarheden kunnen op hun beurt weer een weerslag hebben op de Nederlandse economie. Als financiële instellingen de verliezen nemen kan dit bijvoorbeeld leiden tot een afname in de kredietverlening door banken (indien hun buffers ontoereikend zijn om verliezen op te vangen), zorgen voor hogere premies bij verzekeraars, of zorgen voor hogere pensioenpremies of zelfs het korten op pensioenen. Voor meer uitleg over deze feedbackloops, zie de grote infographic over banken en figuur 4.1 en 4.2.

Is er een search for yield bij Nederlandse financiële instellingen is geweest en in welke mate heeft ze dit kwetsbaarder gemaakt? Deze kwetsbaarheden zijn zich (gedeeltelijk) aan het materialiseren tijdens de huidige coronacrisis. Wij richten ons hierbij op de Nederlandse monetaire financiële instellingen (waaronder banken),⁶⁸ verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsfondsen. Een eventuele vergelijkbare search for yield door particuliere beleggers en de mogelijke gevolgen van de search for yield voor de woningmarkt laten wij buiten beschouwing.

Figuur 7.1 Rendementen op staats- en bedrijfsobligaties en aandelenvermogen



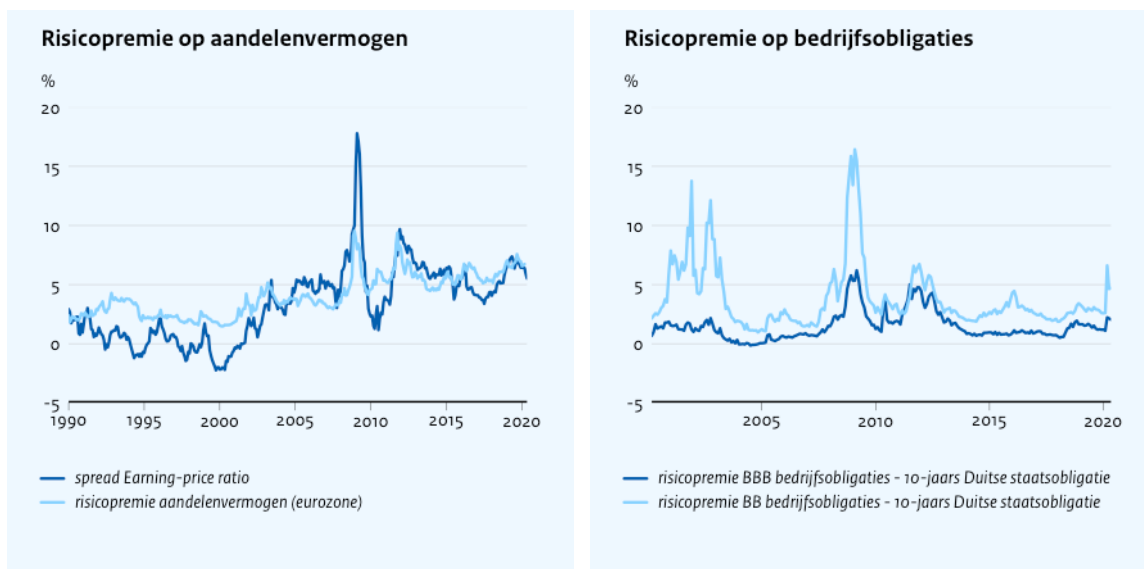
Bron: Datastream.

Bron: Datastream. Gemiddelde van rentes op Europese bedrijfsobligaties binnen een kredietklasse.

⁶⁷ Zie bijvoorbeeld ook DNB, “Overzicht Financiële Stabiliteit”, najaar 2019 ([link](#)).

⁶⁸ Voor de definitie van Monetaire Financiële Instellingen (MFIs) volgen wij de ECB ([link](#)). Naast banken vallen onder MFIs geldmarktfondsen en overige instellingen die deposito's aantrekken.

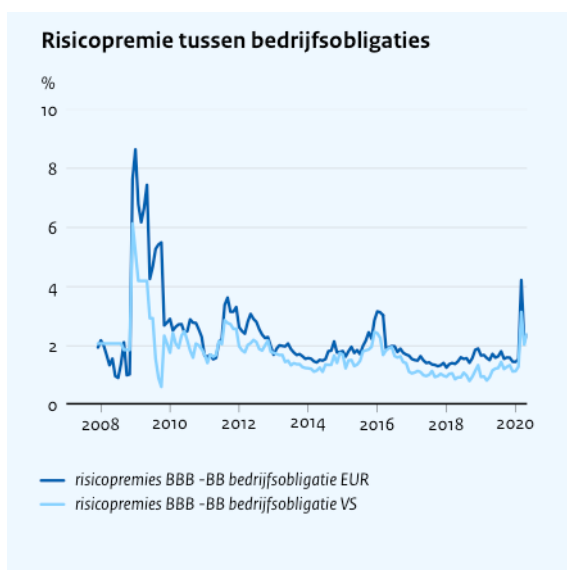
Figuur 7.2 Risicopremies op bedrijfsobligaties en aandelenmarkten



Bron: Datastream. In donkerblauw: *earnings/price*-ratio minus de rente op een 10-jaars Duitse staatsobligatie.⁶⁹ In lichtblauw: *equity risk premium* van Absolute Strategy Research, mediaan van 9 verschillende modellen ([link](#)).

Bron: Datastream. De *spread* tussen BBB en CCC indices van bedrijfsobligaties voor Europa en de rente op een 10-jaars Duitse staatsobligatie.

Figuur 7.3 Risicopremies tussen bedrijfsobligaties



Bron: Datastream. De *spread* onderling tussen BBB en BB indices van niet-financiële bedrijfsobligaties voor Europa en de Verenigde Staten.

⁶⁹ Dit is een selectie van mogelijke indicatoren voor de risicopremie op aandelenvermogen. Zie hiervoor Duarte, Fernando en Carlo Rosa. "The Equity Risk Premium: A Review of Models" *Economic Policy Review* 2 (2015): 39-57 ([link](#)).

7.1 Search for yield: wat is het en hoe valt het te meten?

7.1.1 Waarom gaan financiële instellingen op een risicovolle zoektocht naar rendement?

Een search for yield is een toegenomen vraag naar risicovolle beleggingsproducten. Search for yield wordt over het algemeen gezien als een gevolg van de lage rente. Als er op veilige beleggingen (zoals staatsobligaties) minder rendement kan worden behaald zullen beleggers op zoek gaan naar rendement door te beleggen in risicovolle producten (zoals aandelen of vastgoed).⁷⁰ Als beleggers geen genoegen willen of kunnen nemen met een lager rendement dan voorheen, zullen ze dus meer risico moeten nemen voor een hoger verwacht rendement. Enerzijds is zo'n toename van risico niet per sé onwenselijk: het aangaan van risico is immers inherent aan beleggen en is onvermijdelijk bij het maken van rendement op langere termijn. Anderzijds maakt een toename van risico de financiële sector wel kwetsbaarder voor tegenvallers.

Deze toegenomen vraag naar risicovolle beleggingsproducten leidt mogelijk tot lagere (verwachte) rendementen en lagere risicopremies. Meer vraag naar een risicovollere vermogenstitel drijft de prijs van deze vermogenstitel op, waardoor het verwachte rendement hierop daalt. Een risicopremie is een extra risico-opslag ten opzichte van een veiliger alternatief, zoals staatsobligaties; dit is het rendement dat beleggers eisen bovenop het veiligere alternatief.⁷¹ Risicopremies zijn zodoende een weergave zowel van de risico-inschatting van beleggers, als van het extra rendement dat zij vereisen om deze risico's te dragen. Bij een gelijkblijvend rendement op het veilige alternatief zorgt de toegenomen vraag naar risicovolle vermogenstitels voor een lagere risicopremie.

Er zijn verschillende redenen waarom (institutionele) beleggers geen genoegen willen nemen met een lager rendement.⁷² Dit kan bijvoorbeeld komen door balanstechische redenen: bij instellingen waarvan een groot deel van de verplichtingen een vaste rente draagt zal er een minimumrendement op bezittingen nodig zijn om deze verplichtingen te dekken. Dit is bijvoorbeeld het geval bij levensverzekeraars. Ook kunnen er gedragseconomische redenen zijn. Zo kan er gewenning zijn aan behaalde rendementen in het verleden, waardoor de verwachting ontstaat ook in de toekomst dit rendement te behalen (*reference-dependent* voorkeuren⁷³). Rendementen in het verleden kunnen ook van invloed zijn op de risicobereidheid onder managers, als deze een bepaald – op historische rendementen gebaseerd – minimumrendement moeten behalen om een bonus te krijgen.

Als de rente laag is gaan pensioenfondsen en verzekeraars mogelijk risicovoller beleggen, omdat dekkingsgraden onder druk komen te staan. Voor financiële instellingen met vaste verplichtingen, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, stuwt de lage rente de waarde van verplichtingen omhoog. Hierdoor komen dekkingsgraden onder druk te staan. Pensioenfondsen en verzekeraars moeten in dit geval een hoger rendement behalen om aan hun verplichtingen te kunnen blijven voldoen.⁷⁴ Dit gevolg van de lage rente

⁷⁰ Zie bijvoorbeeld Yellen, Janet. "Assessing Potential Financial Imbalances in an Era of Accommodative Monetary Policy" toespraak bij de Bank of Japan, 1 juni 2011 ([link](#)) en Johansson, Tor. "Search for yield in a low-interest rate environment" *Economic Commentaries Sveriges Riksbank*, nr. 4 (2013) ([link](#)).

⁷¹ Een risicopremie kan ook worden vastgesteld binnen een vermogenscategorie, zoals bedrijfsobligaties. De premie kan dan worden berekend door de extra risico-opslag op een risicovollere vermogenstitel (BB) ten opzichte van het veiligere alternatief (BBB).

⁷² Zie Chodorow-Reich, Gabriel. "Effects of Unconventional Monetary Policy on Financial Institutions" NBER Working Paper nr. 20230 (2014) ([link](#)) voor meer over deze mechanismes voor verschillende types financiële instellingen.

⁷³ Lian, Chen, Yueran Ma en Carmen Wang. "Low Interest Rates and Risk-Taking: Evidence from Individual Investment Decisions" *The Review of Financial Studies* 32, nr. 6 (2019): 2107-2148 ([link](#)). Antolin, Pablo, Sebastian Schich en Juan Yermo. "The economic impact of protracted low interest rates on pension funds and insurance companies." *OECD Journal: Financial Market Trends* 2011, nr. 1 (2011): 237-256 ([link](#)). Berdin, Elia en Helmut Gründl. "The effects of a low interest rate environment on life insurers." *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice* 40, nr. 3 (2015): 385-415 ([link](#)).

⁷⁴ Lever, Marcel en Miriam Loois. "Pensioen en rentegevoeligheid", CPB Policy Brief 2016/12 ([link](#)).

speelt binnen de Nederlandse institutionele context extra sterk door de grote rol van de rente bij het bepalen van de dekkingsgraden van pensioenfondsen. Wel is voor bijvoorbeeld pensioenfondsen de beleggingsvrijheid gerelateerd aan dekkingsgraden; bij onderdekking mogen pensioenfondsen hun risicoprofiel niet verhogen.⁷⁵ Desondanks kunnen ook deze instellingen binnen de toegestane beleidskaders op zoek gaan naar een hoger rendement.⁷⁶

Voor banken en andere monetaire financiële instellingen kan de lage rente ten koste gaan van de winstgevendheid, wat mogelijk leidt tot een vraag naar vermogenstitels met een hoger rendement. De lage rente kan snijden in de rentemarge van bijvoorbeeld banken, doordat er minder rendement gehaald wordt op kredieten. Banken moeten nu betalen voor de reserves die ze bij de centrale bank aanhouden, terwijl het moeilijk is om deze negatieve rente door te berekenen op spaartegoeden. Hierdoor kunnen banken in risicovollere producten gaan beleggen om de rentemarge te behouden.⁷⁷

Ook beleggingsfondsen kunnen geneigd zijn meer risico te nemen als risico-arme beleggingen minder rendement opleveren. Beleggingsfondsen opereren voornamelijk in opdracht van andere (institutionele) investeerders. Een lage rente zorgt zodoende voor een afname van het rendement voor deze partijen. Om meer rendement te behalen kunnen beleggingsfondsen er daarom voor kiezen meer te beleggen in risicovollere producten.⁷⁸

7.1.2 Hoe is de search for yield te meten?

De search for yield kan afgemeten worden aan een grotere blootstelling aan risicovolle producten in de beleggingsportefeuilles van financiële instellingen. De samenstelling van de beleggingen van financiële instellingen is een indicatie van hun risicobereidheid. Bij een search for yield zal er een toename zijn in hun blootstelling aan risicovollere producten. Dit kan gaan om een verschuiving van één categorie beleggingsproducten (zoals staatsobligaties) naar een andere, riskantere, categorie (zoals vastgoed). Ook kan er een verschuiving zijn naar meer risico *binnen* een bepaalde beleggingscategorie (bijvoorbeeld van AAA naar minder kredietwaardige obligaties). Ook wanneer een financiële instelling niet actief haar portefeuille wijzigt kan alsnog de mate van risico toenemen, bijvoorbeeld als een deel van de obligatieportefeuille wordt afgewaardeerd. Aangezien de instelling in kwestie er in zo'n geval kennelijk voor kiest haar portefeuille niet aan te passen zien wij ook dit als een uiting van search for yield.

Een tweede maat voor de search for yield is een daling van risicopremies op aandelen- en obligatiemarkten. De toegenomen vraag naar risicovollere producten zal, zowel op aandelen- als bedrijfsobligatiemarkten, leiden tot een prijsstijging die gepaard gaat met een lager verwacht rendement. Bij een gelijkblijvend (verwacht) rendement op een veiliger alternatief, zoals staatsobligaties, zal daardoor de risicopremie afnemen. Een tegenwicht voor dalende risicopremies kan ontstaan doordat toegenomen besparingen mogelijk ook de rente op veiligere activa drukken; er kan immers ook een toegenomen vraag zijn naar veiligere activa, wat het drukkende effect van de search for yield op risicopremies (gedeeltelijk) wegneemt.

⁷⁵ Zie het beleidskader voor beleggingen van pensioenfondsen in Artikel 13 van het Financieel Toetsingskader Pensioenfondsen ([link](#)).

⁷⁶ Dat dit zoeken naar rendementen binnen de toegestane kaders een kwantitatief grote rol kan spelen blijkt bijvoorbeeld uit Becker, Bo en Victoria Ivashina. "Reaching for yield in the bond market." *The Journal of Finance* 70, nr. 5 (2015): 1863-1902 ([link](#)).

⁷⁷ Buch, Claudia M., Sandra Eickmeier en Esteban Prieto. "In search for yield? Survey-based evidence on bank risk taking." *Journal of Economic Dynamics and Control* 43 (2014): 12-30 ([link](#)).

⁷⁸ Choi, Jaewon en Mathias Kronlund. "Reaching for yield in corporate bond mutual funds." *The Review of Financial Studies* 31, nr. 5 (2018): 1930-1965 ([link](#)). Kacperczyk, Marcin en Philipp Schnabl. "How safe are money market funds?" *The Quarterly Journal of Economics* 128, nr. 3 (2013): 1073-1122 ([link](#)). Patton, Andrew J. en Tarun Ramadorai. "On the high-frequency dynamics of hedge fund risk exposures." *The Journal of Finance* 68, nr. 2 (2013): 597-635 ([link](#)).

7.1.3 Beleggingsportefeuilles en risicopremies worden ook door andere factoren beïnvloed

Beleidswijzigingen zijn erop gericht geweest om de beleggingsportefeuilles van financiële instellingen minder risicovol te maken. Met de aanscherpingen in de Wet op het financieel toezicht zijn strakkere kaders opgesteld voor toezicht op financiële instellingen, om een situatie als tijdens de kredietcrisis te voorkomen.⁷⁹ Zo zijn de beleggingsmogelijkheden van pensioenfondsen beperkt, waarbij een grotere afhankelijkheid is gekomen van dekkingsgraden: bij onderdekking mogen pensioenfondsen hun blootstelling aan risicovolle producten niet vergroten.⁸⁰ Bij verzekeraars is 'Solvency II' ingevoerd: dit ontmoedigt het nemen van grotere risico's door het stellen van risico-afhankelijke solvabiliteitseisen.⁸¹ Banken zijn ook aan strengere kapitaaleisen gebonden met 'Basel III', wat een rem zet op hun mogelijkheid tot risicovol beleggen.⁸²

Tegelijkertijd kan het aanbod van veilige financiële producten zijn afgenomen. Door het grootschalig opkopen van staatsschuld door centrale banken is een groter deel van de veilige activa, staatsobligaties, op de balans van centrale banken gekomen (zie kader). Daarnaast is er op mondiaal niveau de afgelopen decennia een sterke toename van de totale besparingen waardoor de buitenlandse vraag naar onder andere veilige producten verder toe kan nemen.⁸³ Hierdoor zijn er minder veilige financiële producten beschikbaar voor Nederlandse financiële instellingen, waardoor zij zich wellicht genoodzaakt zien om in risicovollere producten te investeren.⁸⁴ In het kader op de volgende pagina gaan wij dieper in op het mogelijke effect van het opkoopbeleid van de centrale banken. Hier blijkt uit dat het beleid van centrale banken vooral effect heeft gehad voor de blootstelling van banken aan de Nederlandse staatsschuld, en weinig (tot geen) effect voor andere financiële instellingen.

Ook is het mogelijk dat beleggingsvoorkeuren zijn veranderd. Beleggingsvoorkeuren spelen een belangrijke rol in het bepalen van de prijs van risicovolle activa.⁸⁵ Een verandering in beleggingsvoorkeuren kan ook plaatsvinden los van de search for yield, indien een instelling ongeacht een lager rendement de beleggingsstrategie wijzigt. Een voorbeeld hiervan is dat verzekeraars in 2018 een convenant hebben getekend om maatschappelijk bewust te beleggen.⁸⁶

Tot slot kan de inschatting van risico's door kredietbeoordelaars de afgelopen jaren zijn veranderd. Kredietbeoordelaars zijn bedrijven die van elk beleggingsproduct een inschatting maken hoe groot het risico hierop is. Een waargenomen verschuiving van de kwaliteit van een beleggingsportefeuille kan dus ook komen doordat kredietbeoordelaars risico's anders zijn gaan inschatten, zonder dat de portefeuille daadwerkelijk van samenstelling is veranderd. Dit probleem speelt vooral wanneer vergelijkingen worden gemaakt met de periode vóór de kredietcrisis van 2008.

⁷⁹ Aanscherping van beleidskaders voor financiële instellingen, zie het Wet op het financieel toezicht, Wft ([link](#)).

⁸⁰ Zie bijvoorbeeld het toezichtskader van DNB ([link](#)) en het besluit op het toezichtskader voor pensioenfondsen ([link](#)).

⁸¹ Zie de toelichting van de Europese Commissie over Solvency II ([link](#)).

⁸² Banken zijn aan strengere kapitaaleisen gebonden met de Basel III richtlijnen ([link](#)).

⁸³ In het kader is bijvoorbeeld ook te zien dat een groot deel van de Nederlandse staatsschuld in handen is van buitenlandse investeerders.

⁸⁴ Zie bijvoorbeeld voor de relatie tussen monetair beleid en de search for yield bij banken: Gambacorta, Leonardo. "Monetary policy and the risk-taking channel." *BIS Quarterly Review*, December 2009 ([link](#)).

⁸⁵ Zie o.a. Bansal, Ravi en Amir Yaron. "Risks for the long run: A potential resolution of asset pricing puzzles." *The Journal of Finance* 59, nr. 4 (2004): 1481-1509 ([link](#)).

⁸⁶ Zie het Verbond van Verzekeraars ([link](#)).

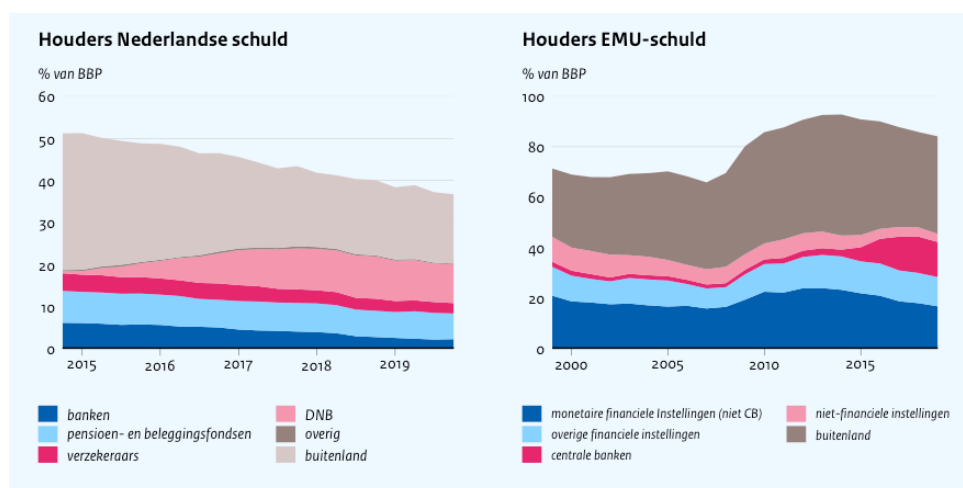
Hoe groot is de ‘veilige koek’?

Een aanzienlijk deel van de beschikbare veilige activa, staatsobligaties, is door centrale banken opgekocht. Sinds de start van het opkoopprogramma van de ECB in 2015 is er meer staatsschuld op de balans van centrale banken gekomen. Hierdoor kan de beschikbare hoeveelheid veilige activa zijn afgenomen voor andere investeerders. Hoe belangrijk is dit effect van monetair beleid op de het aanbod van veilige activa?

De figuur, links, toont dat vooral banken en buitenlandse investeerders hun blootstelling aan de Nederlandse staatsschuld hebben zien afnemen. Voor banken ligt dit voor de hand omdat de centrale bank alleen staatsobligaties koopt via banken om de monetaire transmissie te verbeteren. Daarnaast zou het kunnen dat Nederlandse banken met het afbouwen van deze blootstelling anticiperen op eventuele aanpassingen van risicogewichten in het kader van de Europese bankenunie.^(a) Ook buitenlandse investeerders hebben gebruikgemaakt van de mogelijkheid om staatsobligaties aan centrale banken te verkopen.

Voor andere Nederlandse financiële instellingen is het aandeel in de Nederlandse staatsschuld niet wezenlijk veranderd. Uit de figuur blijkt dat verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsfondsen niet een wezenlijk kleiner aandeel in de Nederlandse staatsschuld financieren dan voorheen.

Vergelijkbare data voor de gehele eurozone (rechterfiguur) tonen hetzelfde patroon. Ook in Europa is een groter deel van de staatsschuld in handen van centrale banken, wat ten koste is gegaan van het aandeel van banken en buitenlandse beleggers. Overige financiële instellingen, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, blijven een ongeveer constant aandeel in Europese staatsschulden aanhouden.



Bron: DNB Statistiek (linkerfiguur) en ECB Statistical Data Warehouse (rechterfiguur).

Het is nog niet duidelijk hoe de coronacrisis de verdeling van de staatsschuld zal beïnvloeden. Enerzijds kopen centrale banken een nog groter aandeel van de veilige schuld op, maar anderzijds neemt ook de totale staatsschuld van Europese overheden fors toe. Wel is duidelijk dat de huidige financiële onrust gevolgen heeft voor de beleggingen van financiële instellingen (zie sectie 7.3).

a): Zie CPB “Risicorapportage Financiële Markten 2018”, CPB Notitie, mei 2018 ([link](#)), in het bijzonder hoofdstuk 4.

7.2 De beleggingsportefeuilles van Nederlandse financiële instellingen duiden op een search for yield

Verschuivingen in de portefeuilles van Nederlandse financiële instellingen duiden op een search for yield. De blootstelling aan staatsobligaties van monetaire financiële instellingen, verzekeraars en beleggingsfondsen is gedaald. In plaats daarvan zijn er beleggingen op hun balansen gekomen die gemiddeld gezien een hoger risico vormen, zoals leningen en hypotheekleningen.⁸⁷ Deze verschuiving is het grootst bij verzekeraars en beleggingsfondsen; bij monetaire financiële instellingen zoals banken is deze kleiner. Alleen bij pensioenfondsen is de blootstelling aan staatsobligaties toegenomen. Doordat deze echter wel van een lagere kwaliteit zijn is het onduidelijk of pensioenfondsen per saldo meer of minder risico zijn gaan lopen. Met de analyse van beleggingsportefeuilles richten wij ons op de vraagkant van de markt en niet op de aanbodkant.⁸⁸

7.2.1 Verzekeraars en beleggingsfondsen zijn risicovoller gaan beleggen

Verzekeraars hebben hun beleggingen in staatsobligaties verminderd en in plaats hiervan riskantere beleggingen aangetrokken. Figuur 7.4 toont percentages van de totale beleggingsportefeuilles van Nederlandse verzekeraars, pensioenfondsen, monetaire financiële instellingen en beleggingsfondsen, naar type belegging. In tabel 7.1 tonen we verder de waarde in euro's van alle componenten van deze beleggingsportefeuilles eind 2019. Voor verzekeraars toont de figuur een afname van het aandeel staatsobligaties in de portefeuille, tot 130 mld euro eind 2019. Daarentegen zijn riskantere beleggingen, zoals leningen en hypotheekleningen en overige uitzettingen (waaronder derivaten en beleggingen via beleggingsfondsen), toegenomen.⁸⁹

Daarbovenop hebben Europese verzekeraars een grotere blootstelling aan producten met een lagere kredietwaardigheid. Figuur 7.5 laat zien dat van de vastrentende portefeuille (leningen, hypotheekleningen en obligaties) van Europese verzekeraars een kleiner deel een AAA-kredietstatus heeft en een groter deel een lagere kredietwaardigheid zoals BBB+ tot BBB-. Vergelijkbare data voor Nederlandse verzekeraars zijn niet publiekelijk beschikbaar.

De beleggingsportefeuille van beleggingsfondsen is meer gaan bestaan uit aandelen en leningen en hypotheekleningen, in plaats van uit staats- en bedrijfsobligaties. Figuur 7.4 laat zien dat beleggingsfondsen de portefeuille van staats- en bedrijfsobligaties hebben omgezet in riskantere beleggingen zoals aandelen en leningen en hypotheekleningen. Hiermee bestaat per einde 2019 ongeveer twee derde van het belegde vermogen (633 mld euro op een totaal van 944 mld euro) van beleggingsfondsen uit aandelen.

⁸⁷ In deze analyse maken wij gebruik van data op het niveau van zeven soorten activa. Op volgorde van gemiddelde mate van risico zijn dit staatsobligaties, bedrijfsobligaties, leningen en hypotheekleningen, derivaten, vastgoed, aandelen en overige uitzettingen. Tegelijkertijd erkennen wij dat er binnen elk van deze groepen een grote diversiteit is tussen relatief veilige en relatief risicovolle activa en dat daarom het beeld dat wij hier tonen slechts een deel van het hele verhaal vertelt. Voor een andere studie die gebruikmaakt van vergelijkbare data, zie DNB, "Overzicht Financiële Stabiliteit", voorjaar 2019 ([link](#)), in het bijzonder figuur 35.

⁸⁸ Zoals eerder aangegeven kan de samenstelling van deze portefeuilles ook worden beïnvloed door een veranderend aanbod van verschillende types activa. Omdat we het effect van vraag- en aanbodfactoren met deze data niet kunnen onderscheiden is onze analyse noodzakelijkerwijs partieel van aard. Het kader gaat tot op zekere hoogte in op de aanbodkant, door te beschrijven hoeveel staatsobligaties, de veilige activacategorie, opkocht worden door centrale banken en dus overblijven (aanbod) voor financiële instellingen.

⁸⁹ Voor verzekeraars heeft de wijziging van regelgeving naar Solvency II in 2016 geleid tot een breuk in de tijdreeksen, waarbij sommige definities en waarderingsgrondslagen zijn herzien. De jaren tot en met 2015 betreffen data op basis van Solvency I; deze jaren hebben we daarom in een andere kleursetting in beeld gebracht. Ook is er bij de Solvency I data geen onderscheid te maken tussen staatsobligaties en bedrijfsobligaties.

7.2.2 Pensioenfondsen gingen minder beleggen in aandelen, maar meer in relatief risicovolle obligaties

Pensioenfondsen zijn juist meer gaan beleggen in staatsobligaties en hebben tegelijkertijd de blootstelling aan aandelen verkleind. Figuur 7.4 laat zien dat pensioenfondsen een groter deel van de beleggingsportefeuille zijn gaan aanhouden in staatsobligaties. De portefeuille van overige uitzettingen (bijvoorbeeld in grondstoffen en kortlopende vorderingen op banken) is afgebouwd en bedraagt nu 356 mld euro. Ook lijken pensioenfondsen meer renterisico af te dekken met financiële derivaten.⁹⁰ Deze verschuivingen lijken te duiden op een veiliger beleggingsprofiel van pensioenfondsen. Een belangrijke factor voor dit relatief veiligere beleggingsprofiel is aangescherpt beleid. De beleggingsvrijheid van een pensioenfonds hangt af van de dekkingsgraad en aangezien dekkingsgraden de laatste jaren gedaald zijn, mogen veel pensioenfondsen de blootstelling aan risicovolle producten niet vergroten.

Van de vermogenstitels van pensioenfondsen met een vaste rente, zoals obligaties, is echter een groter deel van een lagere kredietwaardigheid. In figuur 7.4 was te zien dat een groter deel van de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen is gaan bestaan uit vermogenstitels met een vaste rente, zoals obligaties en hypotheekleningen. In principe zijn dat producten met minder risico dan aandelen of vastgoed waarbij het fonds zelf het risico op waardedalingen draagt. Figuur 7.5 laat echter zien dat de kredietwaardigheid van de vastrentende portefeuille is gedaald, waarbij een groter deel bestaat uit beleggingen met een kredietbeoordeling BBB en lager. Het is dus niet duidelijk of per saldo de beleggingsportefeuille van pensioenfondsen meer of minder risico is gaan vertonen.

Daarnaast kunnen, doordat pensioenfondsen meer op elkaar zijn gaan lijken in beleggingsbeleid, systeemrisico's zijn ontstaan. Recent onderzoek toont aan dat Nederlandse pensioenfondsen zogeheten kuddegedrag vertonen: hun beleggingskeuzes zijn meer op elkaar gaan lijken dan voorheen.⁹¹ Dit kuddegedrag leidt tot dezelfde blootstellingen aan risico's voor instellingen binnen een bepaalde groep. Bij een economische schok, zoals de recente uitbraak van het coronavirus, kan dit tot systeemrisico's leiden.⁹²

7.2.3 Beleggingsportefeuilles van monetaire financiële instellingen zijn beperkt verschoven

Bij monetaire financiële instellingen is het bezit van obligaties licht gedaald en is de grootte van de portefeuille leningen en hypotheekleningen toegenomen. Figuur 7.4 toont een groei van de portefeuille leningen en hypotheekleningen tot een totaal van 1.829 mld euro, en een daling van staats- en bedrijfsobligaties.⁹³ Dit kan mede komen door verkoop van effecten aan centrale banken en de roep vanuit monetair beleid om meer leningen te verstrekken om de inflatie aan te jagen. Het is niet duidelijk of per saldo de beleggingsportefeuille van monetaire financiële instellingen meer of minder risico is gaan vertonen.

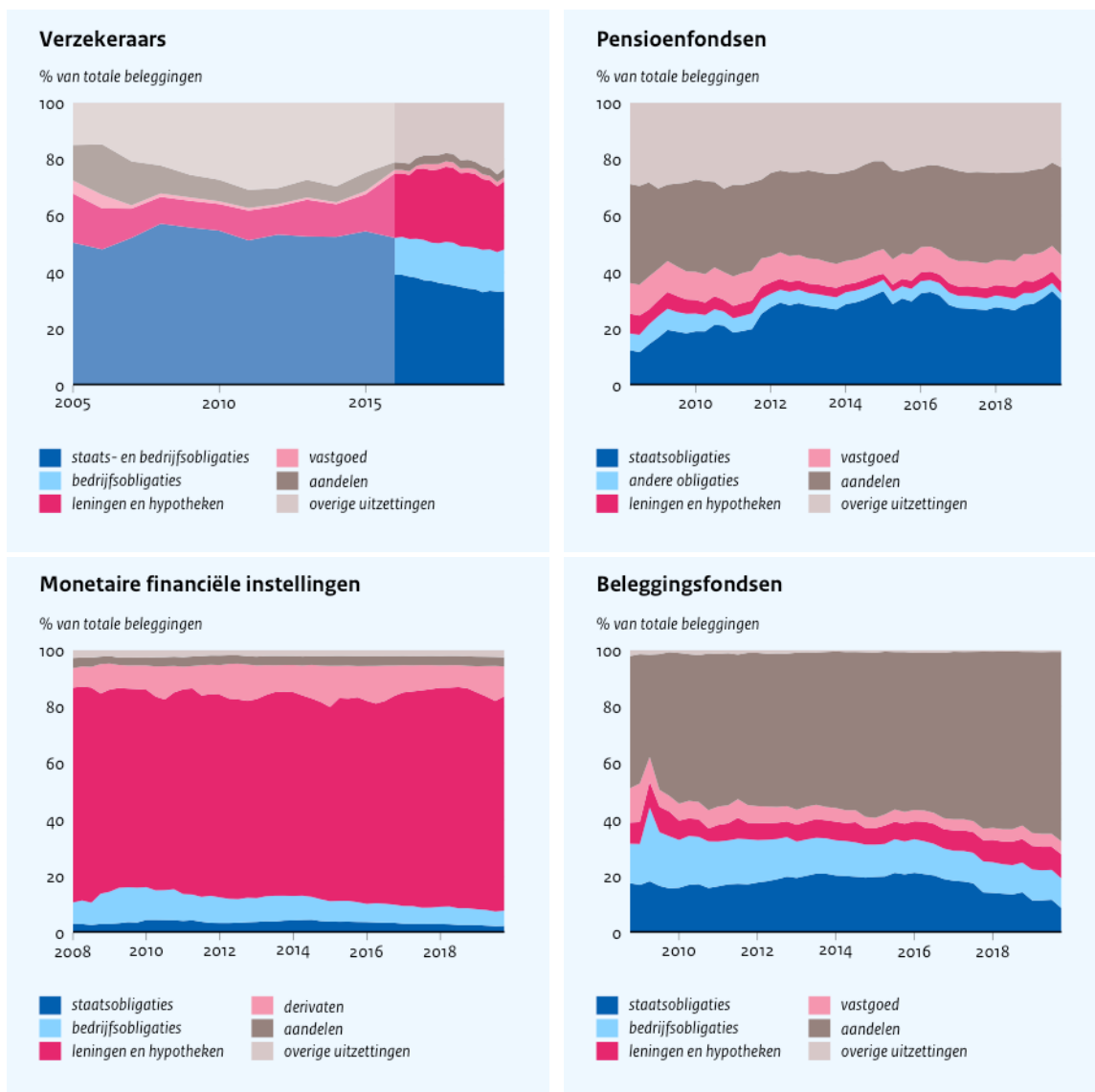
⁹⁰ Zie hiervoor Pooters, Mark. "Rentederivaten pensioenfondsen op recordniveau." Economisch Statistische Berichten, feb 2020 ([link](#)).

⁹¹ Zie bijvoorbeeld Koetsier, Ian en Jacob Bikker. "Herding behaviour of Dutch pension funds in sovereign bond investments." DNB Working Paper nr. 569, september 2017 ([link](#)) en Bauer, Rob, Matteo Bonetti en Dirk Broeders. "Pension Funds Interconnections and Herd Behavior", DNB Working Paper nr. 612, oktober 2018 ([link](#)).

⁹² Ook is er veel internationaal bewijs dat dit bij beleggingsfondsen vaak speelt; zie o.a. Frey, Stefan, Patrick Herbst en Andreas Walter. "Measuring mutual fund herding – A structural approach." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 32 (2014): 219-239 ([link](#)) en Cai, Fang, Song Han en Dan Li. "Institutional Herding in the Corporate Bond Market." FRB International Finance Discussion Paper Nr. 1071 (2012) ([link](#)).

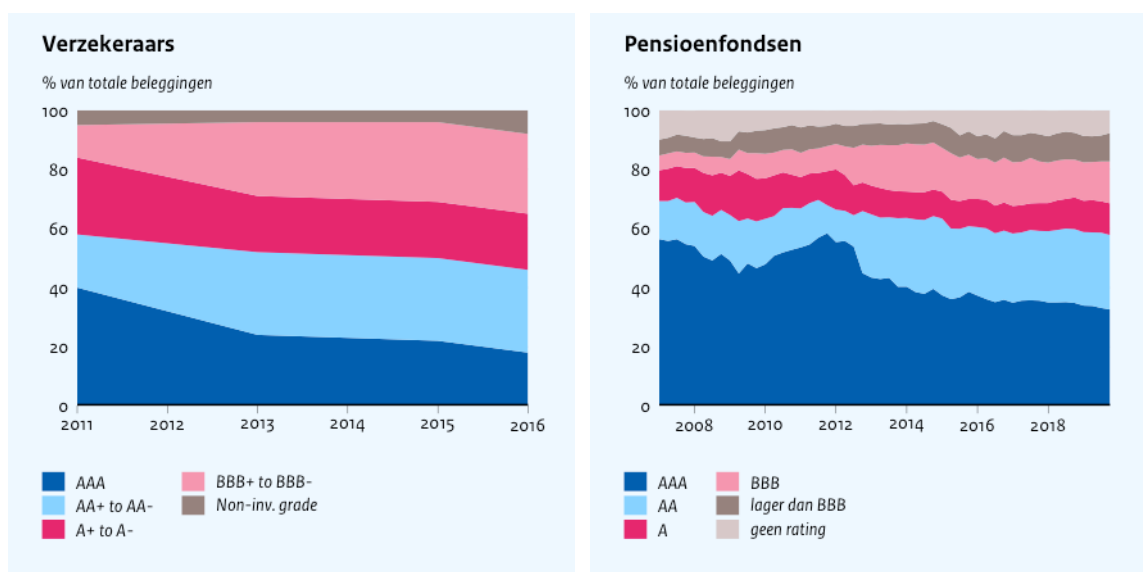
⁹³ De afbouw van staatsobligaties door banken is in figuur 2 minder sterk zichtbaar dan in de figuur in het kader. Dit komt doordat, i) in figuur 2 ook andere monetaire financiële instellingen zijn inbegrepen, ii) we in figuur 2 geen onderscheid maken tussen Nederlandse en overige staatsobligaties en iii) het aandeel staatsobligaties op de totale portefeuille van monetaire financiële instellingen vrij beperkt is.

Figuur 7.4 Beleggingsportefeuilles financiële instellingen



Bron: DNB-statistiek, eigen berekeningen. Voor verzekeraars is Solvency I data (lichte kleuren, jaardata tot 2016) gecombineerd met Solvency II data (donkerere kleuren, kwartaaldata vanaf 2016).

Figuur 7.5 Vermogenstitels met een vaste rente naar kredietwaardigheid



Bron: Alle Europese verzekeraars, EIOPA Investment Behavior Report, 2017, Jaardata

Bron: DNB-statistiek, kwartaaldata..

Tabel 7.1 Beleggingsportefeuilles, vierde kwartaal 2019

	Verzekeraars	Pensioenfondsen	Monetaire financiële instellingen	Beleggingsfondsen
	mld euro			
Staatsobligaties	130.3	467.3	60.2	82.6
Bedrijfsobligaties	57.9	38.8	129.9	98.6
Leningen en hypotheek	94.6	65.6	1828.7	80.6
Vastgoed	5.4	143.5	-	-
Derivaten	-	-	252.9	43.1
Aandelen	11.8	483.2	78.7	633.3
Overig uitzettingen	91.2	356.1	60.5	5.4
Totaal	391.2	1554.5	2410.9	943.6

Bron: DNB-statistiek, kwartaaldata.

Risicopremies in vergelijking met staatsobligaties vertoonden, tot de uitbraak van het coronavirus, geen duidelijke stijging of daling. De rente op BBB-bedrijfsobligaties is al enkele jaren circa 2%-punt hoger dan die op Duitse staatsobligaties (zie hiervoor figuur 7.2). Wel zijn allebei deze rentes sterk gedaald de afgelopen jaren, maar het verschil tussen beiden is niet sterk veranderd. Ook in de risicopremie op aandelen in vergelijking met veilige staatsobligaties is de afgelopen jaren geen eenduidige ontwikkeling zichtbaar.

Binnen de groep bedrijfsobligaties daalden risicopremies de afgelopen jaren echter wel. In figuur 7.3 toonden wij het verschil tussen de rente op investment grade BBB-bedrijfsobligaties en high-yield BB-bedrijfsobligaties. Deze risicopremie vertoonde tot maart 2020 een dalende trend, wat consistent is met een search for yield op de markt voor bedrijfsobligaties. Dat de risicopremie in vergelijking met (Duitse) staatsobligaties deze dalende trend niet vertoont komt waarschijnlijk door een gelijktijdige toename in de vraag naar veilige activa.

7.3 De search for yield heeft het financiële systeem en de reële economie kwetsbaarder gemaakt

In de coronacrisis zijn financiële instellingen met een risicovolle beleggingsportefeuille kwetsbaar voor tegenvallers. De coronacrisis heeft geleid tot een abrupte koersval op aandelenbeurzen en tot grotere risico's op faillissementen. Hoe meer risico een belegger voorafgaand aan de coronacrisis genomen heeft, des te groter is het verlies door deze crisis. De search for yield kan zo, voor individuele financiële instellingen, de schade door toedoen van de coronacrisis vergroten. Mede dankzij de ondersteunende beleidsmaatregelen voor bedrijven en huishoudens lijkt de financiële sector de eerste klappen goed te hebben opgevangen. De vraag is in hoeverre financiële instellingen hiertoe in staat blijven naarmate de coronacrisis langer aanhoudt.

Lagere risicopremies geven een grotere kans op verliezen als het onderliggende risico onveranderd is, vooral bij een scherpe toename in risicopremies. Als risicopremies vóór de coronacrisis relatief laag waren en nu sterk oplopen, zonder dat het onderliggende risico veranderd is, leidt dit tot grote verliezen onder beleggers. De bestaande beleggingsportefeuille daalt dan namelijk in waarde.

Tijdens de coronacrisis zijn risicopremies sterk opgelopen, maar is ook het onderliggende risico gegroeid. Zo is bijvoorbeeld de risicopremie op BBB-bedrijfsobligaties tussen 28 februari en 30 maart gestegen van 0.7%-punt naar 1.4%-punt.⁹⁴ Een groot deel van deze stijging komt doordat beleggers binnen een bepaalde kredietklasse (zoals BBB) het risico hoger inschatten dan voorheen. Er zijn bijvoorbeeld zorgen over de liquiditeit en solvabiliteit van bedrijven door het stilvallen van de bedrijfsoperaties (zie hiervoor hoofdstuk 3.1). Tegelijkertijd kunnen instellingen een grotere vraag naar liquiditeit hebben voor het voldoen aan kortetermijnverplichtingen, waardoor prijzen verder dalen en risicopremies oplopen.⁹⁵ Dit kan leiden tot aanzienlijke verliezen bij financiële instellingen.

Als de search for yield op grote schaal en bij systeemrelevante financiële instellingen plaatsvindt, vergroot dit ook systeemrisico's voor financiële markten. Systeemrisico's ontstaan onder andere als meerdere financiële instellingen op zeer vergelijkbare manieren beleggen; dit wordt ook wel aangeduid als kuddegedrag. Dit vergroot risico's voor het gehele financiële systeem. Daarnaast bestaat er ook het risico dat de search for yield plaatsvindt bij systeemrelevante instellingen; dit zijn instellingen die op zichzelf kunnen leiden tot financiële instabiliteit (vaak aangeduid als *Too-Big-To-Fail*).

Door de grotere blootstelling aan risicovolle producten kan de coronacrisis via de Nederlandse financiële sector een extra weerslag op de reële economie hebben. Door de oplopende risicopremies in maart 2020 leden (institutionele) beleggers grote verliezen. Door deze verliezen kunnen verschillende feedbackloops in werking treden (zie hoofdstuk 4). Banken kunnen minder nieuwe kredieten gaan verstrekken aan huishoudens en bedrijven. Verzekeraars en pensioenfondsen zullen wellicht premies verhogen of uitkeringen verlagen. Deze effecten zijn sterker als deze instellingen vóór de coronacrisis grotere blootstellingen hadden aan risicovollere beleggingsproducten. Dit alles kan leiden tot een verdere verlaging van de totale consumptie en investeringen.⁹⁶ Een terugval in consumptie en investeringen zal dan vervolgens een negatieve uitwerking hebben op werkgelegenheid en de economie.

⁹⁴ Dit zijn de verschillen in *yield to maturity* van Europese BBB-bedrijfsobligaties ten opzichte van Europese AAA-bedrijfsobligaties op de beide peildata.

⁹⁵ Zie bijvoorbeeld [Reuters](#) en [Wall Street Journal](#). *Reutets Journal*

⁹⁶ Zie o.a. Teulings, Rutger en Lu Zhang. "Huishoudens met hoge hypotheek bezuinigen tijdens een recessie.", CPB notitie, april 2019 ([link](#)) en CPB "Scenario's economische gevolgen coronacrisis", CPB notitie, maart 2020 ([link](#)) – in het bijzonder scenario's 3 en 4 – voor meer over de mogelijke extra weerslag op de reële economie.