



Ministerie van Financiën

TER BESPREKING

Aan

De vijfhoek

Directie Financiële
Markten

Inlichtingen

dhr. (10)(2e)

T (10)(2e)

F (10)(2e)

(10)(2e) @minfin.nl

www.minfin.nl

Datum

20 april 2020

Notitienummer

2020-0000081503

Auteur

MinFin

DNB

EZK

SWZ

notitie

Impact COVID-19 financiële sector

Aanleiding

Verzoek van de vijfhoek om de impact van Covid-19 op de financiële sector in kaart te brengen. Deze nota geeft een beeld van de huidige situatie en blikkt vooruit naar mogelijke scenario's voor de langere termijn. Deze nota is samen met EZK, SZW en DNB tot stand gekomen.

Kern

Risicobeeld

- **De mondiale, Europese en nationale groeivertraging als gevolg van Covid-19 raakt ook de financiële sector.** Covid-19 is een medische crisis die als gevolg van de noodzakelijke maatregelen ook tot een significante economische schok leidt. De exacte impact op de financiële sector is moeilijk in te schatten en zal sterk afhangen van de lengte van de gezondheidsmaatregelen, de diepte van de economische impact daarvan en de mate waarin overheden in staat zijn problemen in de reële economie te mitigeren en het herstel te ondersteunen.
- **De Nederlandse financiële sector heeft op korte termijn de initiële schok goed kunnen opvangen.** Sinds de financiële crisis van 2008/2009 hebben banken hogere buffers opgebouwd, is strengere regelgeving geïmplementeerd en is het toezicht op instellingen aangescherpt. Daardoor hebben Nederlandse banken de financiële onrust en verliezen vooralsnog goed doorstaan. Het ruime liquiditeitsbeleid van centrale banken en de overheidsmaatregelen (BMKB-C, GO-C) spelen ook een belangrijke rol in het kalmeren van financiële markten en stellen de (Nederlandse) bankensector in staat om in deze crisis haar rol als kredietverlener aan de reële economie op peil te houden.
- **De vooruitzichten zijn op (middel)lange termijn echter zeer onzeker. Wanneer duidelijk wordt dat de economische schok onverhoopt langer of dieper zal uitvallen, dan wordt het waarschijnlijker dat ook problemen ontstaan in de financiële sector.** Verschillende economische sectoren staan sterk onder druk doordat zij niet of niet volledig kunnen functioneren. Wanneer deze bedrijven in financiële problemen komen ontstaan ook verliezen in de financiële sector, waardoor de financiering en de solvabiliteit van financiële instellingen onder druk komen, startend bij instellingen in Europa die al kwetsbaar waren.
- **Op dit moment zien wij een aantal risico's die zullen toenemen naarmate de economische tegenwind groter wordt:**
 - **Aanhoudende onzekerheid zal de financiering van met name banken onder druk zetten.** Banken zijn vanwege hun beroep op korte financiering het meest gevoelig in de financiële sector. Centrale banken voeren daarom ruim liquiditeitsbeleid.
 - **Langere en diepere economisch tegenwind raakt uiteindelijk ook de solvabiliteit van banken.** Nederlandse banken beschikken voorafgaand aan de crisis over een goede kapitaalpositie. Maatregelen

die het kabinet en overheden in andere landen nemen, verminderen op korte termijn verliezen maar kunnen niet voorkomen dat banken uiteindelijk ook verliezen moeten nemen. Bij een langere en diepere crisis kunnen banken daardoor in problemen komen.

- **De combinatie van dalende activaprijzen en lage rente, blijft verzekeraars en pensioenfondsen onder druk zetten.** Dit kan, met name bij pensioenfondsen, op termijn leiden tot kortingen.
- **De Nederlandse financiële sector is ook kwetsbaar voor een heropleving van de Europese schuldenproblematiek.** In Zuid-Europa zijn bankensectoren vaak zwakker en sterker verweven met de eigen overheid. Met name via indirecte effecten (vertraging van de groei in de Eurozone en terugval handel) kunnen problemen in Zuid-Europa ook de Nederlandse financiële sector raken.

Handelingsperspectief

- **De hervormingen die de afgelopen jaren in de financiële sector zijn doorgevoerd, hebben financiële instellingen in staat gesteld om de gevolgen van de initiële schok in eerste instantie zelf op te vangen.** Sinds de financiële crisis van 2008/2009 hebben banken hogere buffers opgebouwd, is strengere regelgeving ingevoerd en intensiever toezicht toegepast. Toezichthouders spelen een rol door operationele ruimte, bestaande flexibiliteit in regelgeving en, binnen de regelgeving, het gebruik van buffers mogelijk te maken zodat financiële instellingen zich kunnen richten op kredietverlening en beheersing van Covid-19-risico's. Dit uitstel creëert op lange termijn echter wel een uitdaging, omdat buffers weer moeten worden opgebouwd, en banken op dat moment ook al ingeteerd hebben op hun kapitaal door de verliezen op leningen.
- **Bij grote problemen beschikken resolutie-autoriteiten over bevoegdheden om cruciale functies bij banken en verzekeraars te waarborgen.** Het resolutieraamwerk dat na de crisis is opgericht dient daarbij als uitgangspunt voor grote banken. Kleinere banken gaan in principe failliet, al kan DNB om besmetting tegen te gaan, ook voor kleine banken voor resolutie kiezen. Hierbij worden kosten voor belastingbetalers zoveel mogelijk beperkt. In Nederland geldt daarnaast ook een resolutieraamwerk voor verzekeraars, waarbij de bescherming van polishouders centraal staat. Bij alle maatregelen blijft het uiteraard van belang dat maatregelen die worden genomen de stabiliteit verder bestendigen. In een systeemcrisis kan van faillissement of resolutie van een financiële instelling een negatief vertrouwenseffect uitgaan.
- **Bij een ernstige en diepe (systeem)crisis of onderminning van de financiële stabiliteit kan uiteindelijk een beroep op publieke middelen aan de orde zijn.** Dat is binnen het regelgevend kader mogelijk, maar hiervoor gelden wel strenge voorwaarden. Daarbij is het uitgangspunt dat lasten eerst terecht komen bij private partijen, zeker wanneer het problemen betreft die al voor COVID-19 bestonden.
- **In alle gevallen is Europese coördinatie wenselijk.** Sinds de financiële crisis zijn hiertoe belangrijke stappen gezet. Toezicht en resolutie van grote banken zijn Europees geharmoniseerd. Daarmee kan grensoverschrijdende problematiek sneller worden geïdentificeerd en adequater worden aangepakt. Ook in extremere situaties, bijvoorbeeld bij overheidsingrijpen, zal net als in 2008, coördinatie wenselijk zijn zodat lidstaten waar mogelijk vergelijkbare maatregelen nemen. Ook de gevoeligheid van de NL financiële sector voor opleving van Europese schuldenproblematiek vraagt om een effectieve crisisaanpak in Europa, waarbij lidstaten zowel moeten investeren als hervormen om hun economie weerbaarder en veerkrachtiger te maken.

Acties

- Om scherper zicht te krijgen op de risico's van verschillende zwaardere scenario's en om in zulke situaties snel te kunnen handelen worden de volgende stappen ondernomen:
 - **MinFin en DNB identificeren kwetsbaarheden.** DNB voert daarom op dit moment stresstesten uit om mogelijke kwetsbaarheden binnen het Nederlands financieel systeem te identificeren (o.a. via een pandiemiestresstest en een liquiditeitsstresstest). Deze stresstesten bieden cijfermatiger inzicht in mogelijke risico's.

- o **MinFin en DNB bezien momenteel wat het gewenste handelingsperspectief is in verschillende extremere scenario's.** Daarbij wordt bijvoorbeeld gekeken naar de impact op financiële stabiliteit van eventuele maatregelen alsmede praktische en juridische belemmeringen.

Hieronder treft u een overzicht van risico's per sector op dit moment en vooruitkijkend:

Sector	Stand van zaken	Vooruitkijkend
Algemeen beeld financiële markten	De afgelopen maanden zijn financiële markten volatiel geweest en was sprake van sterke koersdalingen. Financiële markten zijn op dit moment enigszins gestabiliseerd, mede door het ruime beleid van overheden en centrale banken.	Slechtere economische cijfers kunnen beurzen verder doen zakken en bijdragen aan algemene economische onzekerheid. Veel hangt af van de verwachte lengte van de crisis en de effectiviteit van mitigerende maatregelen. Ontwikkelingen in met name zwakkere Eurolanden, maar ook in de VS, kunnen marktomstandigheden verslechteren, en van invloed zijn op de financiële sector.
Banken	Sinds de financiële crisis van 2009 is gewerkt aan opbouw buffers. Het NL-bankensysteem kan tegen een stootje. Sommige Europese banken hebben structurele uitdagingen en zullen eerder geraakt worden. ECB voert zeer ruim liquiditeitsbeleid.	Financiering van banken kan onder druk komen door aanhoudende onzekerheid. Langdurige economische tegenwind kan ook de solvabiliteit van banken raken.
Verzekeraars	Impact hangt sterk af van type verzekeraar. Anders dan banken zijn verzekeraars minder gevoelig voor liquiditeitsproblemen.	Dalende rente, afwaardering van activa en verminderde premie-inkomsten kunnen de solvabiliteit van verzekeraars onder druk zetten.
Pensioenfondsen	Dekkingsgraden zijn gezakt tot onder de 90%, maar worden pas aan het eind van het jaar bepaald. Pensioenfondsen kunnen geconfronteerd worden met liquiditeitsproblemen, o.a. als gevolg van hogere margevereisten.	Verdere verslechtering op beurzen raakt activa-kant van pensioenfondsen. Economische terugslag kan ook premie-inkomsten doen teruglopen. Kortingen kunnen dreigen, ook doordat rente laag blijft.
Infra/betalingsverkeer	Op operationeel gebied momenteel geen problemen. Markten functioneren vooralsnog naar behoren, ondanks zeer hoge volumes en hogere margevereisten.	Economisch tegenweer kan de buffers van infra-partijen onder druk zetten, waardoor zij mogelijk meer marge eisen van tegenpartijen en dienen aan te kloppen voor noodliquiditeit van centrale banken.

Toelichting

1) Nationaal

Markten algemeen

- **De noodpakketten van overheden en liquiditeitssteun van centrale banken hebben bijgedragen aan de recente verbetering van het markt sentiment en lichte stijging van de liquiditeit op de markten, nadat deze de eerste weken een sterk verhoogde volatiliteit lieten zien alsmede zeer grote koersdalingen.** De aandelenkoersen staan, ondanks enig herstel, nog steeds fors lager dan begin dit jaar. Ook lopen *spreads* van zwakkere Eurolanden op. De eerste voorzichtige signalen dat de verspreiding van het virus afneemt en de aankondiging van enkele landen dat zij langzaam hun economie weer proberen 'op te starten', worden positief ontvangen door de markten. Desalniettemin kunnen koersen verder zakken als slechtere scenario's zich materialiseren. Dalende beurskoersen en stijgende *spreads* op obligaties leiden tot marktwaardeverliezen voor institutionele beleggers en tot hogere financieringskosten voor financiële instellingen en bedrijven

- **De vooruitzichten voor zowel de Nederlandse als internationale economie zijn door Covid-19 sterk verslechterd en bovendien zeer onzeker.** Voor de Nederlandse economie wordt voor Nederland een krimp

(10)(1c)

- **Cruciaal voor het eventuele herstel is de impact van de pandemie op de wereldeconomie, de financiële sector en op buitenlandse overheden.** De scenario's van het CPB laten zien dat de economische schade fors oploopt naarmate de crisis langer aanhoudt. Indien veel bedrijven in de reële economie ten onder gaan heeft dit impact op de financiële sector en nemen de risico's voor het financiële systeem toe.
- **Voor het treffen van maatregelen is het van belang om een goede balans te behouden tussen financiële stabiliteit en het stimuleren van de economie.** Het IMF geeft aan dat de huidige steunmaatregelen aan de reële economie bijdragen aan het verlagen van de druk op het financiële systeem. Hiermee kan een sterkere inkrimping van de economie worden voorkomen, zolang de economische schok niet leidt tot een financiële crisis.
- **De toezichhouders (DNB en AFM) monitoren de situatie op de financiële markten nauwgezet.** De handelsvolumes waren de afgelopen weken hoog, maar operationeel kunnen de marktpartijen en systemen – op een paar incidenten na die door deze partijen zijn opgelost – alles goed aan. De *business continuity* maatregelen van financiële partijen (beurzen, *clearing members* en *market makers*) lijken vooralsnog goed te functioneren.
- **Doordat beurskoersen, vooral in kwetsbare sectoren, onder druk staan, is het van belang om extra aandacht te besteden aan mogelijk versturende effecten van *shortselling*-activiteiten. De AFM monitort de situatie in Nederland nauwgezet en ziet geen aanleiding tot het nemen van extra maatregelen tegen of een verbod op *shortselling*,** omdat de markten naar behoren functioneren en de toename van shortposities in Nederland beperkt is. Enkele Europese lidstaten hebben een tijdelijk verbod op *shortselling* ingesteld en verlengd tot 18 mei. Dit lijkt eerder ingegeven als politiek signaal: de effectiviteit van een verbod is beperkt, omdat het de onzekerheid rond Covid-19 en de gevolgen ervan voor de economie niet kan wegnemen. Wel leidt een verbod tot verlaagde verhandelbaarheid van aandelen en heeft het een negatieve impact op het prijsmechanisme.

Banken

- **Banken hebben sinds de vorige crisis hun kapitaalposities fors verhoogd en de gemiddelde leverage is afgenomen (zie figuur). Ook is het toezicht aangescherpt en naar Europees niveau gebracht. Daarmee is de sector in eerste instantie goed in staat geweest om de initiële schok op te vangen.** Banken bevinden zich in een sterkere uitgangspositie dan tijdens de financiële crisis in 2008, omdat ze over meer kapitaal beschikken (zie figuur 1). Ook is het gemiddeld aantal niet-presterende leningen (NPL's) in de Eurozone teruggedrongen door handelen van banken, toezichhouders en wetgevers, van gemiddeld (10)(2a) in 2014 naar (10)(2a) eind 2019. Banken kunnen daarom vooralsnog hun rol als kredietverlener aan de reële economie op peil houden.
- **Banken zijn vooral kwetsbaar wanneer de economische groeivertraging langer duurt.** De staat van de bankensector is een weerspiegeling van de economie. Als bedrijven in de problemen komen, doordat de economische recessie langer of dieper is en zij niet voldoende winstgevend kunnen zijn in de huidige omstandigheden met 1,5 meter afstand, dan lopen de verliezen in die sectoren op. Deze verliezen komen uiteindelijk ook terecht bij de banken.
- **Maatregelen bieden op korte termijn verlichting, maar moeten wel passen in langetermijnperspectief.** De bestaande flexibiliteit in de regelgeving en het gebruik van buffers hebben een belangrijke mitigerende werking in de huidige situatie. Tegelijkertijd is van belang dat dit niet tot een structurele verzwakking van regelgeving of kapitaalpositie leidt. Daarmee

kunnen problemen bij langaanhoudende tegenslag zich in de financiële sector manifesteren.

Figuur 1: kernkapitaal Europese banken als percentage van risico gewogen activa in donkerblauw en leverage ratio (ongewogen kapitaalrekening) in lichtblauw



cijfers voor 2014 o.b.v. proxy en gecorrigeerd voor definitiebreuk

Bron: DNB

- **Wel moet worden bedacht dat de kapitaalratio een terugblikkende indicator is, die geen informatie biedt over toekomstige winstgevendheid.** Uit cijfers van marktontwikkelingen, waaronder met name de *price-to-book ratio* van Europese banken, blijkt dat analisten rekening houden met oplopende verliezen bij banken die momenteel nog niet volledig in de kapitaalpositie tot uiting komen. Winstverwachtingen voor 2020

(10)(1c)

rol. Analisten zijn bezorgd dat als de crisis lang aanhoudt, het voor banken zeer moeilijk wordt equity kapitaal op te halen bij investeerders.

- **Vanwege hun wijze van financiering, waaronder een beroep op kortlopende financiering, zijn banken gevoeliger dan andere financiële instellingen voor liquiditeitsrisico's.** Voor kleinere banken geldt dat zij minder mogelijkheden hebben om financiering aan te trekken vergeleken met de grootbanken. De ECB voert zeer ruim liquiditeitsbeleid zodat liquiditeitsstress voornamelijk wordt voorkomen. Banken moeten daarbij wel aan voorwaarden voldoen, waaronder het beschikbaar hebben van voldoende kwalitatief onderpand op korte termijn om van deze faciliteiten gebruik te kunnen maken. Nederlandse banken hebben op dit moment voldoende liquiditeit.
- **In sommige landen hebben banken structurele uitdagingen, waaronder lage winstgevendheid en hoge aantallen niet-presterende leningen (NPL's).** (10)(2a)
(10)(1c) (NL 2%). Ook dienen banken in Europa nog een efficiëntieslag te maken om structureel gezond te zijn. Tegelijkertijd bestaat er binnen landen en tussen landen een groot onderscheid tussen banken. Zo is het niet zo dat alle Italiaanse banken er slecht voor staan en hebben juist ook enkele Duitse banken bijvoorbeeld structurele uitdagingen. Overigens is van belang om op te merken dat Europese banken minder snel voorzieningen lijken te treffen op toekomstige slechte leningen dan Amerikaanse banken, terwijl die hoge voorzieningen wel een indicatie kunnen zijn voor wat de Europese bankensector in de tweede helft van dit jaar te wachten staat.
- **De Nederlandse financiële sector is ook kwetsbaar voor een heropleving van de Europese schuldenproblematiek.** Nederlandse banken houden nauwelijks directe bezittingen aan van overheidsobligaties

- van Zuid-Europese landen. Voor enkele individuele banken geldt wel dat zij een grotere blootstelling hebben op bedrijven in Zuid-Europese landen en met name Spanje. Het grootste risico voor financiële stabiliteit komt echter vooral voort uit indirecte effecten wanneer problemen in de bankensector in Zuid-Europa versterkt worden en overheidsschulden verder toenemen. Een vertraging van de economische groei in de eurozone zorgt ervoor dat, o.a. via een lagere export de recessie in Nederland ook langer en dieper zal zijn en kredietverliezen voor Nederlandse banken groter worden. Dit vraagt om een effectieve Europese crisisaanpak waarbij lidstaten zowel moeten investeren als hervormen om hun economie weerbaarder en veerkrachtiger te maken.
- **In zwaardere scenario's kunnen ook solvabiliteitsproblemen optreden bij banken**, wanneer verliezen, bijvoorbeeld op kredietportefeuilles, zich als gevolg van COVID-19 in grote mate materialiseren. Maatregelen ten behoeve van de reële economie verkleinen het risico dat ondernemingen in problemen komen en daarmee dat de problemen overslaan naar de financiële sector. Dit is echter sterk afhankelijk van de reikwijdte en de vormgeving van de maatregelen. De verwachting is dat solvabiliteitsproblemen zich niet op hele korte termijn zullen voordoen.
 - **Het is in eerste instantie aan toezichthouders en resolutieautoriteiten om de situatie bij banken te monitoren en in te grijpen indien nodig. In het huidige scenario is dit vooralsnog afdoende.** Door toezichthouders wordt op dit moment flexibiliteit betracht om banken hun rol als financier van de economie te laten spelen. Ook wordt in Brussel bezien of regelgeving gericht kan worden aangepast om banken daarin te faciliteren. Dit neemt niet weg dat banken geraakt worden door de crisis en uiteindelijk verliezen zullen moeten nemen bij aanhoudende economische problemen.
 - **Mochten enkele banken in de EU in zware problemen komen dan is er een raamwerk hoe hiermee om te gaan (resolutieraamwerk).** Grote banken met kritieke functies gaan in principe in resolutie. Het doel daarvan is om een bank weer gezond te maken, bijvoorbeeld door toepassing van bail-in. Na bail-in van investeerders hebben resolutieautoriteiten ook de beschikking over middelen uit het resolutiefonds van de bankenunie (SRF). Kleinere banken of banken zonder publieke of anderszins cruciale functies kunnen in faillissement worden gebracht, in combinatie met een uitkering aan spaarders van door het depositogarantiestelsel gegarandeerde deposito's. Daarbij moet wel oog worden gehouden voor de impact op de financiële stabiliteit als gevolg van het wegvallen van vertrouwen in banken of het DGS. In sommige gevallen kan DNB daarom voor kleinere banken ook voor resolutie kiezen, om besmettingsgevaar tegen te gaan. Bij de vormgeving van de steun worden de lasten voor de belastingbetaler tot een minimum beperkt.
 - **In zeer zware scenario's waarbij een groot aantal banken in de EU of Nederland in problemen komen kan dit raamwerk minder geschikt zijn.** Van resolutie en de grootschalige toepassing van bail-in kan een groot negatief vertrouwenseffect uitgaan. Alle onrust die er al is bij consumenten en markten, zou dan kunnen maken dat het moeilijk is om een bank weer levensvatbaar te maken zonder overheidssteun. De (vertrouwens-) effecten van een grootschalige bail-in zijn in een dergelijke situatie ongewis.
 - **De Europese Commissie komt naar verwachting met nadere invulling van het kader onder de huidige omstandigheden.** Er bestaan voor nationale overheden onder condities reeds mogelijkheden om kapitaalsteun en liquiditeitssteun te geven, in aanvulling op liquiditeitssteun door de ECB. Zo kunnen overheden garanties verlenen op schulduitgiftes door gezonde banken, of kan kapitaalsteun worden verleend. Ook voor kapitaalsteun gelden bail-in vereisten. Uitgangspunt is ook dan dat lasten zoveel mogelijk privaat worden gedragen. Tegelijkertijd dient te worden voorkomen dat de financiële stabiliteit in gevaar komt.
 - **Tussen MinFin en DNB vindt in dit kader nauw overleg plaats om te verkennen wat mogelijk het handelingsperspectief is in verschillende zwaardere scenario's. In alle gevallen is net als in de vorige crisis Europese coördinatie wenselijk.**

Verzekeraars

- **Net als banken zijn verzekeraars gevoelig voor verslechtering van de economie als gevolg van de corona-crisis.** Verschillende Nederlandse verzekeraars zien hun kapitaalposities dalen als gevolg van een neerwaartse

druk op de rente en de marktwaardedaling van beleggingen. Daarnaast kunnen zij een stijging van hun kapitaalsvereisten zien, wanneer zich dalende *credit ratings* voordoen van de bedrijfsleningen waarin ze hebben geïnvesteerd.

- **De impact op de verzekeringssector verschilt.** Het is van belang onderscheid te maken tussen levensverzekeraars, schadeverzekeraars en zorgverzekeraars. Voor levensverzekeraars zal de impact van de bewegingen op de financiële markten deels gemitigeerd worden door de dempende maatregel die in het Solvency II toezichtkader zit (de Volatility Adjustment). Echter, de Nederlandse levensverzekeraars staan al onder druk door de langdurige lagerenteomgeving die het moeilijk maakt dat zij aan hun langlopende verplichtingen voldoen. Door de crisis zijn de rentes naar recorddiepten gedaald. Dit maakt de uitdaging voor de sector groter.
- **Schadeverzekeraars kunnen vooral als *monoliner* in de problemen komen, bijvoorbeeld door additionele schadelasten voor evenementen-, inkomsten-, uitvaart-, en verzuimverzekeraars en worden daarnaast ook geraakt in hun beleggingsportefeuilles.** Voor de grote schadeverzekeraars geldt dat zij over het algemeen afdoende gediversifieerd zijn en derhalve op de korte termijn weinig last zullen krijgen van de coronacrisis. Bij de grote gediversifieerde verzekeraars is met name de branche motor relevant. Hier worden minder schadelasten verwacht, omdat er nauwelijks verkeer is. Een terugval in premie-inkomsten raakt de schadeverzekeraars mogelijk ook, als partijen verzekeringen opzeggen of niet meer kunnen betalen.
- **Zorgverzekeraars maken extra kosten vanwege de pandemie en zien hun kapitaaleis tijdelijk verhogen door de liquiditeitssteun die zij aan zorgaanbieders geven.** Zorgverzekeraars zullen de extra zorgkosten grotendeels voorgefinancierd zien via de catastrofereregeling (bevoorschotting rijk), maar mogelijk ook te maken krijgen met oplopende kosten en een daling van kapitaalratio's. In een latere fase zal dit via premiestijgingen alsnog door de polishouders worden betaald.
- **Door COVID-19 dreigde de Europese kredietverzekeringsmarkt stil te vallen.** Dit kan grote impact hebben op Nederlandse bedrijven. De door de Staat verstrekte garantie zorgt ervoor dat op korte termijn de belangrijkste zorgen zijn weggenomen.
- **Anders dan banken, lopen verzekeraars weinig risico op acute financiële stress en liquiditeitsproblemen omdat de verplichtingen van polishouders niet direct opvraagbaar zijn en over het algemeen een langere looptijd hebben dan de beleggingen.** Bij banken is dit veelal omgekeerd. Verzekeraars kunnen, ook in deze tijden van crisis, blijven opereren zonder dat er sprake is van paniek.
- **Door verzekeraars in de ons omringende lidstaten wordt risicovoller belegd dan in Nederland, waar veel in woning hypotheek wordt belegd. Italië, Spanje, en de lidstaten in Centraal-Europa vallen op door een relatief grote *home bias* in de staatsleningen.** Daarmee zijn de verzekeraars in deze landen relatief kwetsbaar op het moment dat de rente op eigen staatsleningen oploopt. In (10)(2a) de *spreads*, ten opzichte van (10)(2a) staatsleningen, al 100 basispunten opgelopen sinds februari.
- **Vanuit Brussel zal naar verwachting druk ontstaan om tot versoepelingen in de toezichtregels komen.** Hoewel de Europese toezichthouder EIOPA nog niet is afgestapt van de kernboodschap dat moet worden vastgehouden aan de huidige regels, wordt nagedacht hoe tijdelijke versoepelingen er eventueel uit kunnen zien. Ook kan EIOPA-hersteltermijnen bij doorbreken van kapitaalsvereisten verlengen. Het standpunt van DNB is dat als er op basis van gerapporteerde cijfers sprake is van overschrijding van solvabiliteitsratio's het verlengen van hersteltermijnen het meest voor de hand ligt. Uiteindelijk zal dit Europees moeten worden besloten, waarbij het behoud van vertrouwen in de Europese verzekeringssector en de Nederlandse beursgenoteerde verzekeraars van groot belang is.
- **In zwaardere scenario's kunnen verzekeraars tegen solvabiliteitsproblemen aanlopen. Het effect op verzekeraars hangt sterk af van het type verzekeraar.** In extremere situaties geldt in Nederland, net als voor banken, een resolutieraamwerk waardoor verzekeraars ordentelijk kunnen worden afgewikkeld. In verschillende andere

lidstaten kunnen verschillende vormen van polishoudergarantiestelsels in werking treden. Ook bij verzekeraars moet zorgvuldig worden afgewogen of resolutie en gebruik van polishoudergarantiestelsels vanuit vertrouwenseffecten wenselijk is.

Pensioenfondsen

- **Op dit moment zijn dekkingsgraden van pensioenfondsen al bijzonder laag, gemiddeld op 90% of net daaronder.** De dekkingsgraden van pensioenfondsen worden zowel door de activazijde (beleggingen) als de passivakant (pensioenverplichtingen) van de balans beïnvloed. Dekkingsgraden staan sterk onder druk door de lage rente, die de waarde van pensioenverplichtingen opdrijft, en de gedaalde aandelenkoersen.



- **Werkgevers kunnen door financiële problemen mogelijk pensioenpremies moeilijk betalen.** Vanuit verschillende bedrijfstakken wordt gevraagd of het mogelijk is om de betaling op te schorten. Sommige pensioenuitvoerders bieden al uitstel van de betaling van pensioenpremies aan. De betalingsverplichting blijft dan wel bestaan. Via de vaste opslag voor werkgeverslasten van 30% in de NOW – o.a. bedoeld voor de pensioenpremie – worden de pensioenpremies gedeeltelijk gecompenseerd. Het uitstellen van de pensioenpremiebetaling door werkgevers kan leiden tot afstel indien de werkgever niet meer in staat is om de premie op een later moment te voldoen. Hierin dient een zorgvuldige afweging plaats te vinden. Er vindt wekelijks overleg plaats met DNB, de Pensioenfederatie en het Verbond van Verzekeraars om de situatie te monitoren.
- **Voor pensioenfondsen telt de dekkingsgraad aan het einde van het jaar. Pensioenkortingen en premieverhogingen dreigen onverminderd.** Aanhoudende druk op de waarde van beleggingen kan de solvabiliteit van pensioenfondsen negatief beïnvloeden. Een lichte stijging van risicovrije rentes zal waarschijnlijk niet compenseren voor het waardeverlies van beleggingen. Vorig jaar is gebruik gemaakt van een wettelijke mogelijkheid om kortingen uit te stellen als sprake is van uitzonderlijke economische omstandigheden. Dit verzacht een negatieve koopkrachtontwikkeling van huidige pensioeninkomens, maar verlegt de rekening naar volgende jaren. Directe financiële stabiliteitsconsequenties van dalende dekkingsgraden zijn echter kleiner. Mogelijk kunnen zich wel liquiditeitsproblemen voordoen als gevolg van margeverplichtingen. Daarnaast kunnen zich negatieve effecten op het consumentenvertrouwen en de consumptie voordoen.
- **Mochten zwaardere scenario's zich materialiseren dan zullen activaprijzen op financiële markten verder dalen.** Dit zal aanvullende druk op de dekkingsgraden van pensioenfondsen zetten.

Infra en betalingsverkeer

- **De infrastructuur van het betalings- en effectenverkeer werkt naar behoren; er zijn voorsnog geen operationele problemen.** Alle partijen

- hebben maatregelen doorgevoerd om operationeel te kunnen blijven. Het betalings- en effectenverkeer is als vitale infrastructuur aangemerkt.
- **Door volatiele markten is er een hogere belasting voor handel-, clearing en settlementprocessen, maar binnen het technisch haalbare.** Clearingbanken krijgen te maken met verliezen, maar kunnen deze vooralsnog zelf absorberen, met als gevolg dat centrale clearingpartijen (CCPs) momenteel niet geconfronteerd worden met verliezen.
 - **In de huidige marktsituatie, verwachten wij slechts beperkte problemen bij de financiële infrastructuur instellingen omdat er sprake is van adequate buffers bij clearingbanken en CCP's.** De stabiliteit van clearingpartijen hangt nauw samen met de stabiliteit van financiële instellingen die aan de clearingpartij verbonden is. Als de onrust op de markt terugkeert en daarmee de volatiliteit toeneemt, verwachten wij dat de buffers meer zullen worden aangewend, marges worden verhoogd en er mogelijk liquiditeits- en solvabiliteitsproblemen ontstaan bij zwakkere clearingbanken en CCP's met een bankvergunning. Hierdoor kunnen ook CCP's geconfronteerd worden met potentiële verliezen. Clearingbanken zullen dan wellicht gebruik moeten maken van noodliquiditeit via de ECB.
 - **Er vindt regelmatig overleg plaats over operationele weerbaarheid tussen toezichhouders, MinFin en instellingen (de partijen die lid zijn van het Tripartiet Crisismanagement Operationeel (TCO)).** Verder wordt samen met DNB bezien welke risico's zich komende maanden kunnen materialiseren op de markt voor *clearing & settlement* van effecten. Over nieuwe regels voor de afwikkeling van falende CCP's bestaat nog geen Europees akkoord.

2) Europees/internationaal¹

Overheidsfinanciën lidstaten EU/eurozone

- **De Europese economie wordt relatief hard geraakt door de coronacrisis.** Zo is de verwachting van het IMF dat ontwikkelde economieën gemiddeld met 6,1% krimpen in 2020 terwijl dit voor de Eurozone 7,5% is. De eerste economische effecten worden gemitigeerd door een combinatie van nationale en Europese maatregelen. Zo hebben nagenoeg alle lidstaten omvangrijke steunpakketten aangekondigd. De Europese maatregelen zien op het verschaffen van direct financiële middelen, het waarborgen van financiële stabiliteit, en het gebruik van maken van bestaande flexibiliteit om lidstaten in staat te stellen de noodzakelijke maatregelen te nemen.
- **De macro-economische kwetsbaarheden zitten met name bij lidstaten met relatief hoge publieke schuldenniveaus (**^{(10)(2a)}**).** Zij zijn sterk geraakt door de pandemie en hebben tegelijkertijd beperkte begrotingsruimte om de schok op te vangen. Dit kan betekenen dat zij onvoldoende de schok kunnen absorberen hetgeen de permanente effecten kan vergroten. Daarnaast beschikken ze over minder financiële middelen om te werken aan herstel na de crisis, en (zoals hierboven omschreven) is de banksector in deze landen vaak zwakker, wat problemen (sneller) kan verergeren. In sommige Zuid-Europese landen houden banken daarnaast relatief veel binnenlandse overheidsobligaties aan, vooral sinds de crisis. In ^{(10)(2a)} bedraagt de blootstelling op binnenlandse overheidsschuld ruim 7-11% van het balanstotaal. Dit zorgt voor een negatieve wisselwerking. De risicopremies van overheid en banken zijn sterk met elkaar verbonden in landen waar banken relatief veel binnenlandse overheidsobligaties aanhouden.
- **Economische verschillen tussen lidstaten binnen de eurozone, die al bestonden voor de crisis, kunnen hierdoor worden versterkt.** Lidstaten met hoge publieke schuldenniveaus zullen hun schuld verder zien oplopen, als gevolg van maatregelen om de economische schok te absorberen. Dit leidt tot een verslechterde schuldhoudbaarheid en een risico voor de financiële stabiliteit. Het is belangrijk om economische divergentie en financiële risico's in de eurozone te bestrijden tijdens de coronacrisis, maar het maken van

¹ Algemene disclaimer: de NL inzet inzake mondiaal/Europa wordt besproken in de daarvoor bestemde gremia. De passages hieromtrent in dit stuk zijn daarom enkel en alleen ter informatie en niet ter overweging of besluitvorming. Voor gedetailleerde informatie over de specifieke dossiers die spelen op dit terrein (zoals het Recovery Fund) kan worden verwezen naar de daarvoor opgestelde stukken (zoals HCEU- en REA-notities.)

- goede afspraken over de voorwaarden van financiële hulp blijft het uitgangspunt. Sommige Zuid-Europese landen grijpen het momentum aan om druk te zetten op andere landen om onconditionele steun (verdere transfers en risicodeling) te bieden. Onenigheid over de aanpak zet het vertrouwen en de saamhorigheid tussen Noord- en Zuid-Europa onder zware druk en leidt tot onzekerheid op financiële markten in de vorm van oplopende rentespreads.
- **Deze kwetsbaarheden worden deels ondervangen door de noodmaatregelen zoals opgenomen in het Eurogroep-rapport en zullen ook onderdeel zijn van de overwegingen rondom het herstelplan.** NL heeft als open economie een groot belang bij een spoedig en breed herstel in de verschillende lidstaten en ook daarom is het goed dat er actief wordt gekeken naar Europese oplossingen. Bij het herstel is voor Nederland evident dat lidstaten zowel moeten investeren als hervormen om hun economie weerbaarder en veerkrachtiger te maken. Het is van belang dat structurele onevenwichtigheden geadresseerd worden. Herstel en stimuleringsmaatregelen i.h.k.v. het herstelplan kunnen zich richten op: onderzoek & innovatie, klimaat, health, crisis-response, werkgelegenheid en digitale vaardigheden. Ook dient de Europese Commissie volgens Nederland met een economische analyse te komen die onderbouwt wat precies nodig is om het economische herstel te bewerkstelligen. De Europese Raad van 23 april jl. heeft de Europese Commissie om een dergelijke analyse verzocht.
 - **Indien de private consumptie en investeringen na afloop van de COVID-19 crisis slechts langzaam aantrekken (bv. door resterende onzekerheid) kunnen extra bestedingsimpulsen van de overheid ervoor zorgen dat de economie sneller naar terugkeert naar volledige capaciteit.** Met een sneller herstel kan het risico op permanentere schade worden vermeden. Daarbij dienen landen hervormingen door te voeren om het groeipotentieel te verhogen en daarmee de schuldenlast dragelijker te maken.

Risico's

- **Mondiaal gezien zijn er twee overkoepelende risico's:**
 - Landen die onvoldoende middelen hebben om de gezondheidscrisis zelf het hoofd te bieden. Dit houdt in dat landen onvoldoende capaciteit hebben qua gezondheidszorg (door overheidstaken of door beperkte financiële middelen) om de uitbraak in te dammen en zorg te bieden aan degene die geïnfecteerd zijn met het virus. Dit bemoeilijkt de indamming van het virus en kan daarmee de economische impact vergroten en het herstel uitstellen.
 - De economische effecten duren dermate lang dat er sprake zal zijn van permanente economische effecten. De economische krimp wordt dan niet langer volledig gecompenseerd door hogere groei in de jaren daarna.
- **Diverse opkomende economieën en lage inkomenslanden worden geconfronteerd met afnemende buitenlandse inkomsten en een terugtrekking van buitenlandse investeerders.** Landen met onvoldoende toegang tot internationale liquiditeit kunnen hierdoor worden geconfronteerd met liquiditeitstekorten in harde valuta. Deze liquiditeitsproblemen kunnen zich vertalen in schuldhoudbaarheidsproblematiek of leiden tot procyclische ombuigingen om de externe financieringsbehoefte sterk terug te brengen. Een depreciatie van de wisselkoersen van opkomende economieën verergert de schuldhoudbaarheid verder. Dergelijke problematiek kan ontwikkelde economieën als Nederland raken via een lagere export of een bredere financiële instabiliteit.
- **Daarnaast geldt dat financiële sectoren vaak zwakker zijn in die landen die ook kwetsbare overheidsfinanciën hebben, en zijn zij meer verweven.** Daardoor kunnen problemen bij financiële instellingen makkelijker overslaan naar overheden, en andersom.

Beleidsrespons

- **Om de gevolgen het hoofd te bieden is een passende respons nodig op nationaal en internationaal vlak.** Op nationaal vlak zijn maatregelen op het gebied van begrotingsbeleid, en financiële markten noodzakelijk. Deze maatregelen dienen gericht te zijn op het in stand houden van kredietverlening aan zowel het middel- en kleinbedrijf als grote ondernemingen, alsmede het voorkomen dat burgers hun inkomensbronnen

verliezen. Hiermee wordt voorkomen dat een tijdelijke schok zich vertaalt in permanente schade door faillissementen. Op Europees niveau zijn verschillende monetaire beleidsmaatregelen genomen.

- Op internationaal vlak is een sterke respons nodig langs de verschillende lagen van het *global financial safety net* (buitenlandse reserves, swap lines, IMF) om in liquiditeitsbehoeften te voorzien en zorg te dragen dat liquiditeitsproblematiek niet omslaat in solvabiliteitsproblematiek.** Internationale financiële instellingen (IFIs), en specifiek het IMF, ondersteunen op verschillende manieren landen en bedrijven. Het IMF doet dit door het verstrekken van liquiditeit als landen niet meer terecht kunnen op internationale kapitaalmarkten. Meer dan honderd landen hebben momenteel aangegeven gebruik te willen maken van een vorm van steun van het IMF of de noodzaak te zien om hun bestaande IMF programma's uit te breiden. Het IMF heeft de mogelijkheden voor noodliquiditeit verruimd en een nieuw liquiditeitsinstrument geïntroduceerd. Daarnaast verschaffen de IFI's als de Wereldbank extra ondersteuning aan met name lage- en middeninkomenslanden via projectfinanciering en begrotingssteun tegen gunstige voorwaarden. Alle IFI's hebben inmiddels steunpakketten voor landen en bedrijven die kampen met directe gevolgen van de (gezondheids-)crisis goedgekeurd (waaronder de Wereldbank: (10)(2a) (10)(2a) 60 projecten al goedgekeurd) en werken nu ook bredere pakketten voor economische en sociale steun op langer termijn uit (w.o. Wereldbank (10)(2a) (10)(2a) in 15 maanden). Ook is in de G20 een tijdelijke opschorting van schuldendienstbetalingen aan bilaterale crediteuren voor de armste landen afgesproken.
- Bij een verdere verdieping van de problemen kan worden besloten om additionele liquiditeit te verstrekken door middel van een uitgifte van special drawing rights (SDR) over alle IMF-landen.** Opkomende economieën en lage inkomenslanden kunnen SDR's bilateraal omruilen bij ontwikkelde economieën voor harde valuta en daarmee hun reserves aanvullen. Tevens kunnen lage inkomens landen met onhoudbare schuld overgaan tot schulderstructurering. Het valt niet uit te sluiten dat ook hier een collectieve actie van crediteuren nodig zal blijken. Hier heeft de Managing Director van het IMF onlangs op gehint.