

Zuid-Europese banken tonen beperkte interesse in EU-obligaties

Europese banken, vooral in zuidelijke lidstaten, houden relatief veel obligaties aan van de eigen overheid. Hierdoor ontstaat een situatie waarbij problemen in de publieke sector kunnen overslaan naar banken, en andersom. EU-obligaties hebben de potentie om deze kwetsbaarheid te verminderen. Toch kopen Zuid-Europese banken relatief weinig EU-obligaties. Waarom is dit?

IN HET KORT

- De kredietwaardige EU-obligatie heeft de potentie om de verwevenheid tussen banken en hun eigen overheid te reduceren.
- Een hoge bank-overheid verwevenheid prikkelt Zuid-Europese banken om obligaties van de eigen overheid te kopen.
- Zuid-Europese banken tonen ook minder interesse door het hogere rendement op eigen overheidsobligaties.

FLOORTJE MERTEN

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

ROMAIN MEUWISSEN

Econoom bij DNB

De discussie over gezamenlijke obligatie-uitgifte door Europese lidstaten laait weer op, nu politici onderzoeken hoe de benodigde investeringen in de Europese defensiecapaciteit kunnen worden gefinancierd. De markt voor deze obligaties – zogenoemde EU-obligaties – is de afgelopen jaren in snel tempo gegroeid. Dit komt door de financiering van steunmaatregelen in reactie op de coronapandemie. Zo heeft de Europese Commissie tussen 2020 en 2022 namens de EU 100 miljard euro aan EU-obligaties uitgegeven ter financiering van het SURE-programma (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*). Met dit geld heeft de Europese Commissie leningen verstrekt aan lidstaten die te kampen hadden met een plotselinge stijging van hun overheidsuitgaven om de werkgelegenheid op peil te houden.

Daarnaast beoogt de Europese Commissie tot eind 2026 maximaal 807 miljard euro aan EU-obligaties uit te geven ter financiering van het NGEU-herstelplan (*Next-GenerationEU*). Hiermee worden leningen en giften verstrekt aan de lidstaten ter ondersteuning van hervormingen en investeringen. De lidstaten die leningen hebben aangevraagd, dienen deze zelf terug te betalen, terwijl de giften zullen worden terugbetaald vanuit de Europese begroting. Als Europese leiders besluiten tot additionele gezamenlijke schulduitgifte, dan kan dit bedrag verder oplopen.

Sinds 2021 heeft de Europese Commissie 330 miljard euro van het NGEU-herstelplan gefinancierd. Daarmee is de markt voor EU-obligaties gegroeid van 35 miljard euro in 2020 tot bijna 600 miljard euro nu. Als gevolg hiervan is de markt voor EU-obligaties nu groter dan de overheidsobligatiemarkt van Nederland (400 miljard euro), al blijft hij flink kleiner dan die van bijvoorbeeld Duitsland (1.875 miljard euro). Naar verwachting zal de gezamenlijke Europese schuld tot eind 2026 groeien naar ruim 900 miljard euro. Dit bedrag houdt geen rekening met de mogelijke extra uitgifte van EU-obligaties voor defensie-uitgaven in het kader van het ReArmEU-programma, omdat daar momenteel te weinig over bekend is.

EU-obligaties hebben de potentie om de verwevenheid tussen banken en hun eigen overheid te verminderen, waardoor het risico kleiner wordt dat onrust in de publieke sector overslaat naar de bankensector, en andersom. Dat gebeurt wanneer het groeiende houderschap van EU-obligaties door banken ten koste gaat van het houderschap van obligaties uitgegeven door de eigen overheid. Terwijl overheidsobligaties leiden tot een blootstelling aan het kredietrisico van een enkele lidstaat, wordt bij EU-obligaties het kredietrisico over de lidstaten gespreid.

In dit artikel analyseren we de kredietwaardigheid en het houderschap van EU-obligaties. We maken gebruik van de *Securities Holdings and Statistics Database*, een exclusieve dataset die binnen het Eurosysteem toegankelijk is voor centrale banken en gedetailleerde informatie bevat over het obligatiehouderschap van investeerders in de eurozone.

Betrouwbaarheid EU-obligaties

Beleggers beschouwen EU-obligaties als een zeer veilige investering, omdat ze gegarandeerd worden door de Europese begroting, waaraan alle lidstaten bijdragen. Door deze garantie profiteren EU-obligaties, net als Nederlandse, Duitse en Luxemburgse overheidsobligaties, van de hoogste kredietbeoordeling (AAA) door kredietbeoordelaars Fitch en Moody's. Kredietbeoordelaar S&P geeft een iets lagere AA+-beoordeling.

De hoge kredietbeoordeling van EU-obligaties is voornamelijk te danken aan de hoge kredietbeoordelingen van een deel van de lidstaten die garant staan. Europese banktoezichthouders beschouwen EU-obligaties, net als andere overheidsobligaties in de eurozone, als zeer liquide activa met een hoge kredietwaardigheid (level 1 High Quality

Liquid Assets). Dit is gunstig voor de berekening van de liquiditeitsratio's van banken.

Banken hoeven geen additioneel kapitaal aan te houden tegenover hun bezittingen van EU-obligaties. Dit is te danken aan de hoge kredietwaardigheid. Een uitzondering hierop geldt wanneer banken gebruikmaken van hun eigen modellen om kapitaalvereisten te berekenen. In dat geval moet de toezichthouder wel expliciet toestemming geven om geen additioneel kapitaal aan te hoeven houden tegenover EU-obligaties. Voor andere soorten beleggingen geldt dat banken meer kapitaal moeten aanhouden naarmate een belegging risicovoller is.

EU-obligaties zijn de afgelopen jaren aantrekkelijker geworden door de verbeterde liquiditeit ervan. Dat blijkt onder andere uit de dalende *spreads* tussen bied- en laatprijzen en de gestegen omloopsnelheid van de obligaties. De liquiditeit van EU-obligaties benadert die van Nederlandse overheidsobligaties. Dit komt niet alleen door de snelle groei van de markt, maar ook door diverse initiatieven van de Europese Commissie. Zo communiceert ze halfjaarlijks over haar uitgifteplannen en introduceerde ze onlangs een repofaciliteit die banken in staat stelt om EU-obligaties op korte termijn te lenen. Daarnaast is de Europese Commissie van plan om een *futures*-markt te introduceren. Met deze stappen probeert de Europese Commissie EU-obligaties meer op veilige overheidsobligaties te laten lijken, wat kan resulteren in lagere rentes.

De Europese Commissie wordt echter nog niet als soevereine, maar als supranationale emittent gezien. Dit komt met name vanwege het tijdelijke karakter van EU-obligaties. Indien een besluit over meer permanente gezamenlijke Europese schuld uitgiftes uitblijft, zal de markt voor SURE- en NGEU-obligaties geleidelijk krimpen. Mede hierdoor blijven aanbieders van obligatie-indices EU-obligaties classificeren als supranationale obligaties, terwijl een overheveling naar een soevereine obligatie-index volgens beleggers een belangrijke maatregel zou zijn om de liquiditeit te verbeteren (FD, 2025). Dit stimuleert beleggers die de soevereine index volgen om EU-obligaties te kopen.

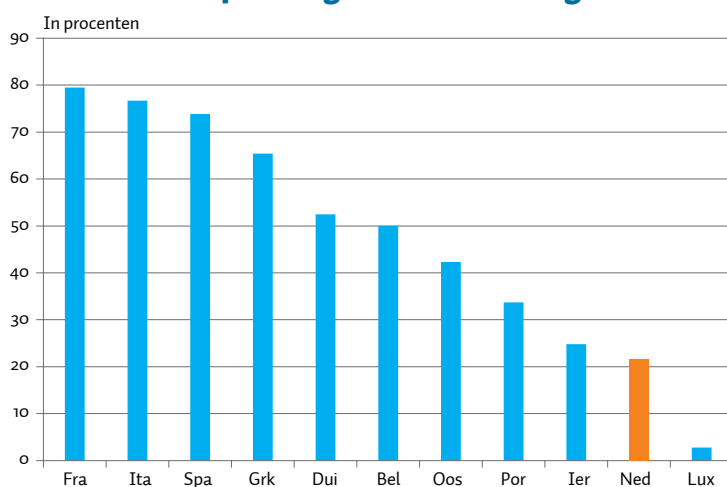
Minder EU-obligaties Zuid-Europese banken

Banken in de eurozone bezitten veertig procent van alle EU-obligaties die in de eurozone worden aangehouden. Ook verzekeraars, investeerdersfondsen en pensioenfondsen houden een aanzienlijke hoeveelheid aan. Gezamenlijk houden investeerders in de eurozone 45 procent van de uitstaande EU-obligaties aan. Het Eurosysteem (35 procent) en buitenlandse investeerders (20 procent) hebben de overige EU-obligaties in handen.

Het gemiddelde aandeel van EU-obligaties in de overheidsobligatieportefeuilles van banken in de eurozone is sinds 2020 gestegen tot ruim zeven procent, vergeleken met een procent voor de grootschalige uitgifte. Het percentage EU-obligaties ten opzichte van de blootstellingen aan binnenlandse overheidsobligaties van banken steeg gemiddeld van een procent in 2020 tot ruim elf procent nu.

Het houderschap van EU-obligaties blijft echter achter in lidstaten met een lagere kredietbeoordeling. Daar blijven banken juist een relatief groot aandeel obligaties van de eigen overheid aanhouden (figuur 1). Zo bedraagt het

Bankhouderschap van eigen overheidsobligaties FIGUUR 1



Noot: Het percentage betreft het houderschap van obligaties uitgegeven door de eigen overheid ten opzichte van het totale houderschap van overheidsobligaties in de eurozone.

Data: Securities Holdings and Statistics Database | ESB

De verwevenheid tussen banken en overheden KADER 1

Door de sterke verwevenheid tussen banken en overheden zijn de rentes op banken en overheidsobligaties sterk gecorreleerd. Met name voor banken die vooral lokaal actief zijn blijkt dat een verlaging van de kredietbeoordeling van een overheid vaak tot een lagere kredietbeoordeling van banken in datzelfde land leidt (*sovereign ceiling*). Het komt bovendien zelden voor dat banken een hogere kredietbeoordeling krijgen dan hun eigen overheid.

Er zijn drie manieren waarop de verwevenheid van banken met hun eigen overheid tot een verzwakte bankenpositie leidt als de overheid in zwaar weer zit. De eerste wijze vindt plaats doordat een verslechtering van de terugbetalingscapaciteit van de overheid een directe impact op bankbilans heeft. Een hoger risico op wanbetalingen leidt tot een hogere rente op overheidsobligaties, wat de waarde verlaagt van de obligaties die banken bezitten.

De tweede wijze komt doordat banken overheidsobligaties gebruiken – met name die van hun eigen overheid – als onderpand om zich te financieren op repomarkten. Een stijging van het risico op wanbetaling op

deze obligaties leidt tot minder gunstige financieringsvoorwaarden voor banken.

Ten slotte kunnen banken ook nadelige gevolgen ondervinden wanneer overheden hun bestedingen terugbrengen, wat de economische groei afremt. Dit leidt tot een lagere vraag naar bankleningen en een hoger risico op wanbetalingen, met negatieve gevolgen voor de winstgevendheid van banken.

Omgekeerd kan het falen van een bank ook directe invloed hebben op de overheidsuitgaven, mede door de impliciete en expliciete garanties die overheden aan banken bieden. Mocht in zo'n geval de overheid bijspringen, dan kan dit leiden tot hogere financieringskosten voor de overheid, wat weer overslaat naar de bankensector.

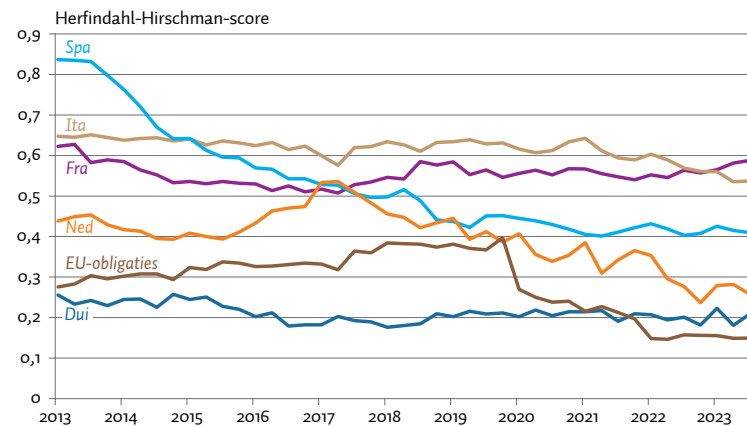
Overheden worden ook indirect getroffen door zwakkere banken. Lagere kredietverstrekking en hogere rentes op leningen kunnen de economische groei remmen, wat resulteert in lagere belastinginkomsten, noodzakelijk om de overheidsschuld af te lossen (Brunnermeier et al., 2016; Bletzinger et al., 2022; Véron, 2024).

aandeel EU-obligaties in de overheidsobligatieportefeuilles van Griekse en Italiaanse banken slechts respectievelijk een procent en twee procent. Het percentage neemt daarentegen harder toe in toe in lidstaten met een hoge kredietbeoordeling. Daar houden banken een minder groot aandeel obligaties van de eigen overheid aan en is het risico op negatieve wisselwerking tussen banken en de nationale overheid lager. Nederlandse banken houden zelfs aanzienlijk meer EU-obligaties dan Nederlandse overheidsobligaties aan.

Een berekening van de Herfindahl-Hirschmann-index toont aan dat de concentratie in het houderschap van Zuid-Europese overheidsobligaties relatief hoog blijft ten opzichte van Noord-Europese overheidsobligaties en EU-

Concentratie bankhouderschap van EU-obligaties en overheidsobligaties

FIGUUR 2



Noot: De Herfindahl-Hirschman-index wordt berekend door de kwadraten van de marktaandeelen van de Europese bankensector per land bij elkaar op te tellen. Een waarde van 1 staat voor extreme concentratie, waarbij de banken die de overheidsobligaties van een bepaald land aanhouden, allemaal in hetzelfde land zijn gelokaliseerd.

Data: Securities Holdings and Statistics Database | ESB

obligaties (figuur 2). Na 2020 is de concentratie in het houderschap van EU-obligaties drastisch teruggelopen vanwege de groei in deze markt en de toenemende liquiditeit.

Motieven Zuid-Europese banken

Een mogelijke verklaring voor de hoge investeringen in binnenlandse overheidsobligaties is dat overheden banken ertoe kunnen bewegen om binnenlandse obligaties te kopen, een fenomeen dat bekend staat als *moral suasion* (Acharya en Steffen, 2015; Cuijpers, 2025). Zo kan de overheid, als aandeelhouder van een bank, druk uitoefenen om obligaties van de eigen overheid te kopen, wat de financiering van de overheidsschuld vergemakkelijkt.

Voor Zuid-Europese banken kan daarnaast het rentverschil tussen EU-obligaties en binnenlandse overheidsobligaties een rol spelen. Omdat EU-obligaties vooralsnog niet worden gezien als volwaardige substituten voor de veiligste overheidsobligaties, ligt de rente op EU-obligaties – met 3,2 procent voor een tienjaarslening – hoger dan die op Nederlandse (3,0 procent) en Duitse overheidsobligaties (2,8 procent). Voor Nederlandse banken zijn EU-obligaties daardoor een relatief aantrekkelijk alternatief voor Nederlandse overheidsobligaties. Ze profiteren dan immers van een hogere rente op een obligatie met een vergelijkbare kredietbeoordeling. Bank in zuidelijke lidstaten ontvangen juist een hoger rendement op nationale overheidsobligaties, bijvoorbeeld 3,9 procent op Italiaanse overheidsobligaties met een looptijd van tien jaar, hoewel het hoger rendement ditmaal ook een hoger kredietrisico weerspiegelt.

Banken uit de zuidelijke lidstaten zijn met hun hogere aandelen in eigen overheidsobligaties sterker met de overheid verweven, dan bijvoorbeeld Nederlandse banken, en maken daarmee ook een andere risicofweging. Wanneer hun overheid in financiële problemen verkeert, ontstaat er een prikkel voor deze banken om juist meer binnenlandse overheidsobligaties te kopen (Andreeva & Vlassopoulos, 2019). Het idee hierachter is dat banken, zodra ze meer dan een specifieke hoeveelheid overheidsobligaties bezit-

ten, weten dat ze bij een faillissement van de overheid zullen omvallen. Als deze kritieke waarde bereikt is, maakt het vanuit een risicoperspectief niet meer uit of ze nog meer obligaties van diezelfde overheid kopen; vanuit een inkomstenperspectief echter wel.

Terwijl de Zuid-Europese banken in goede tijden kunnen profiteren van de hogere risicopremie op binnenlandse overheidsobligaties, hoeven ze eventuele verliezen dus mogelijk niet zelf te dragen. Dat gebeurt bijvoorbeeld bij impliciete of expliciete overheidssteun, of doordat verliezen worden afgewenteld op crediteuren, bekend als *risk shifting*.

Conclusie en implicaties

EU-obligaties hebben de potentie om de verwevenheid tussen banken en hun eigen overheid te verminderen. Het houderschap van banken uit de zuidelijke lidstaten blijft echter achter: daar blijft de verwevenheid tussen banken en hun eigen overheid sterk.

Het is nog onzeker hoe Europese banken het toekomstige aanbod aan EU-obligaties zullen absorberen en hoe de markt zich na 2026 zal ontwikkelen. Het is aannemelijk dat de liquiditeit op EU-obligaties verder zal verbeteren naarmate de markt verder groeit, bijvoorbeeld wanneer de uitbreiding van de Europese defensiecapaciteit met EU-obligaties gefinancierd zou worden. Dit kan leiden tot een lagere rente, maar dat zet Zuid-Europese banken niet aan tot een verhoging van hun houderschap van EU-obligaties.

Om banken aan te moedigen de verwevenheid te verzwakken, zou de gezamenlijke Europese schulduitgifte gepaard kunnen gaan met een aanpassing in de risicoweiging van overheidsobligaties (Alogoskoufis et al., 2020). De in de eurozone uitgegeven overheidsobligaties zouden dan niet langer automatisch als risicovrij worden beschouwd. In plaats daarvan zouden risicogewichten worden toegepast op basis van de kredietwaardigheid van de uitgevende lidstaat.

Een andere, vaak voorgestelde beleidsmaatregel is om banken te verplichten meer kapitaal aan te houden bij een hogere concentratie in het houderschap van overheidsobligaties. Beide voorgestelde maatregelen liggen echter gevoelig. Er bestaat momenteel geen consensus onder de Europese lidstaten.

Literatuur

- Acharya, V.V. en S. Steffen (2015) The 'greatest' carry trade ever? Understanding eurozone bank risks. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 215–236.
- Alogoskoufis, S., M. Giuzio, T. Kostka et al. (2020) How could a common safe asset contribute to financial stability and financial integration in the banking union? In: *Financial integration and structure in the euro area*, maart. Europese Centrale Bank.
- Andreeva, D.C. en T. Vlassopoulos (2019) Home bias in bank sovereign bond purchases and the bank-sovereign nexus. *International Journal of Central Banking*, 15(1), 1–47.
- Bletzinger, T., W. Greif en B. Schwaab (2022) Can EU bonds serve as euro-denominated safe assets? *Journal of Risk and Financial Management*, 15(530).
- Brunnermeier, M.K., L. Garicano, P.R. Lane et al. (2016) The sovereign-bank diabolic loop and ESBies. *AEA Papers and Proceedings*, 106(5), 508–512.
- Cuijpers, E. (2025) Does the regulatory treatment of sovereign debt affect the transmission of sovereign risk to bank balance sheets? *DNB Working Paper*. Verschijnt in maart.
- FD (2025) Grote vraag naar nieuwe EU-obligatie. *Het Financieele Dagblad*, 11 maart.
- Véron, N. (2024) Europe's banking union at ten: Unfinished yet transformative. *Bruegel Book*. Te vinden op www.bruegel.org.