

Notitie ten behoeve van rondetafelgesprek in Tweede Kamer op 13 februari 2023 over de toekomst van de euro.

1. Inleiding

Voor de totstandkoming van de EMU bestond bij velen twijfel of wel in voldoende mate aan de voor een optimaal valutagebied relevante voorwaarden zou kunnen worden voldaan. Toch is de EMU, en daarmee de euro, er gekomen, niet alleen op economische maar ook op politieke gronden. Crises in de afgelopen jaren hebben veelal als triggers voor belangrijke aanpassingen gewerkt, die minder pijnlijk en kostbaar zouden zijn geweest bij snellere implementatie. Helaas bestaan er nog steeds ernstige zwakheden en kwetsbaarheden, die een gevaar vormen voor de schokbestendigheid van de muntunie. Bewust wordt het woord schokbestendigheid gebruikt, omdat onder min of meer normale omstandigheden (zoals in de periode 1999-2007) er weinig aan de hand lijkt en de aandacht voor de zwakke punten verslapt. Aanpak van de schokbestendigheid zal de muntunie versterken en bijdragen aan de welvaart in ons deel van de wereld. Met name open economieën met intensieve internationale handel, waaronder Nederland, kunnen van een goed functionerende muntunie profiteren.

II. Macro-economische verschillen niet ongebruikelijk

Een optimaal valutagebied is niet hetzelfde als een gebied waarin de macro-economische verschillen tussen regio's/landen nagenoeg geheel zijn gladgestreken. Binnen een land resp. binnen een valutagebied kunnen regionaal blijvend substantiële verschillen bestaan, die een muntunie meer of minder "optimaal" doen zijn.

De aan de economie gerelateerde verschillen tussen landen in het EMU-gebied, zijn nog steeds substantieel. Datzelfde geldt overigens voor binnen de VS bestaande verschillen. In Europa liggen de breuklijnen in belangrijke mate tussen Noord en Zuid-Europa en tussen het West- en Oost-Europa. De factoren die de regionale verschillen bepalen – zoals economische structuur, ligging, historie, de aanwezigheid van grootstedelijke conglomeraties, gevoerd beleid - spelen ook in de gebieden *binnen* de breuklijnen, bijv. tussen Noord- en Zuid-Italië en tussen Oost- en West- en Noord en Zuid-Duitsland..

De hardnekkigheid en de omvang van de verschillen, ondanks regionaal beleid op landelijk en Europees niveau, is opvallend. Volgens het IMF hebben regio's met een achterstand (op het gebied van werkloosheid) zelfs een 70% kans dat deze verschillen blijvend zijn. Grote regionale verschillen, ook hardnekkige, hoeven - zolang zij de gezondheid van de overheidsfinanciën niet ondermijnen - als zodanig geen bedreiging te vormen voor het hebben van een gemeenschappelijke munt, maar zij zijn natuurlijk niet gevaarloos en ook politiek niet te negeren.

Regionale verschillen in Europa

De *reële groei van het bbp* bedroeg gemiddeld in het eurogebied in de periode 1999-2021 een teleurstellende 1,3%. In de periode tot de GFC (Grote Financiële Crisis) lag dit percentage 1%-punt hoger. Zowel de financiële crisis als de coronacrisis hebben diepe sporen door het economisch landschap getrokken.

Italië presteerde in de referentieperiode verreweg het slechtst (gemiddeld slechts 0,3% bbp groei), gevolgd door Portugal (0,8 à 0,9%). De groei in de overige landen (ik beperk me daarbij tot de 11 eerste deelnemers minus Ierland en Luxemburg) bewoog zich niet al te ver van het gemiddelde. Over 23 jaar gemeten tellen de verschillen met het gemiddelde van Italië en Portugal dramatisch op. Dit soort groeiverschillen vormen op termijn een serieus risico voor de stabiliteit van de muntunie en moeten dus worden aangepakt.

Het *bbp per hoofd van de bevolking* ligt voor Italië zo'n 15 á 20% onder het eurogemiddelde, voor Spanje zo'n 25 á 30% en voor Portugal meer dan 40 á 45%. Frankrijk zit ongeveer op het eurogemiddelde en de overige landen liggen daar tenminste 15 á 20%. Na 1999 zijn nog 9 landen toegetreden tot de EMU. Het bbp per hoofd van de bevolking ligt in al deze landen substantieel onder het gemiddelde van het eurogebied (van iets meer dan 20% tot rond 50%).

De *werkloosheid* (% van de totale beroepsbevolking) lag in 2021 in Italië (9,6%) en Spanje (14,8%) ver boven het gemiddelde (van 7,7%) van het eurogebied. Frankrijk lag enigszins (7,9%) maar Portugal bleef daar onder (6,6%). De spreiding is echter groot, met Duitsland als neerwaartse uitschieter (3,6%) en Nederland als goede tweede (4,2%). Van de negen toetreders tot de EMU na 1999 is Griekenland de notoire opwaartse uitschieter (14,8%) en blijft een kleine meerderheid van deze groep onder het gemiddelde van het eurogebied.

III. Risico's en redenen tot zorg verbonden aan (te) grote regionale verschillen

Te grote regionale ongelijkheden bergen risico's in zich voor de politieke stabiliteit, de sociale cohesie en ook voor de economische ontwikkeling. Binnen een land is de politieke stabiliteit veelal zodanig sterk verankerd dat sociale instabiliteit en relatief ongunstige economische ontwikkelingen de politieke stabiliteit kunnen aantasten, maar het land valt daarom – uitzonderlijke omstandigheden daargelaten – nog niet uiteen. Voor Europa, waarin de politieke infrastructuur en de politieke cohesie (ook historisch) minder sterk verankerd is dan op landen niveau, ligt dat wat anders. De politieke instabiliteit die het gevolg zou kunnen zijn van te grote sociale en economische verschillen tussen aan de EU deelnemende landen, kan een uitweg zoeken door de EU (en daarbinnen de EMU) de schuld te geven, te meer omdat juist een van de bedoelingen van het Europese project was *“het verschil in niveau tussen de onderscheidene gebieden en de achterstand van de minder begunstigde gebieden te verminderen”*. Reden voor zorg is er wel, omdat er wereldwijd de afgelopen decennia sprake is van een complex patroon van toenemende ongelijkheden (IMF: “large, persistent and increasing”), die een significante negatieve invloed kunnen hebben op de economische groei en de politieke en sociale cohesie. Aandacht voor regionale ontwikkelingen dient daarom, nog geheel los van het belang voor de EMU, een

Europese (en uiteraard ook nationale) prioriteit te zijn, zeker nu ook onze regio door achtereenvolgende crises is getroffen en de sterke landen meer middelen ter beschikking staan dan de zwakke deze crises te bestrijden. Daar komt bij dat zich inmiddels nieuwe, grensoverschrijdende problemen aftekenen die een gezamenlijke verantwoordelijkheid en/of belang zijn, en die vergen dat financieel zwakkere landen niet in de achterhoede van oplossingen terecht komen.

Hieronder is de focus met name gericht op voorwaarden waaraan moet zijn voldaan voor een goed functioneren van de EMU en daarmee voor een zo goed mogelijke bijdrage van de muntunie aan de welvaart in de aan de monetaire unie deelnemende landen.

IV. Ontwikkeling van de (bruto) staatsschuld (als percentage bbp).

Voor het eurogebied als geheel ontwikkelde het *begrotingstekort* zich sinds de start van de EMU minder dramatisch dan vaak wordt gedacht. Dit tekort bedroeg voor de eurozone in de periode 1999-2021 gemiddeld 2,8% van het bbp tegen voor de VS gemiddeld 6,2%

Met name vanaf de aanvang van de Grote Financiële crisis in 2008 (GFC) zijn de tekorten in het eurogebied en de VS sterk uit elkaar gedreven. Binnen de monetaire unie leverde dat in Europa bij tijd en wijle grote problemen op, in de VS zagen we niets van dat alles. Dat komt omdat in Europa de tekorten en vooral schulden van *individuele* lidstaten nog steeds een grote rol spelen, hetgeen niet het geval is in de VS. In de VS moeten deelstaten op eigen benen staan. Hierdoor heeft zich in dat land in de loop van de tijd een systeem ontwikkeld waarin, dooreen genomen, de tekorten van deelstaten de investeringsuitgaven niet overschrijden. Een implicatie van het Amerikaanse systeem is dat – zonder dat ik daarmee een oordeel wil geven over het recentelijk gevoerde begrotingsbeleid in de VS – de budgettaire beleidsvrijheidsgraden in de VS daarmee (op federaal niveau) ook een stuk groter blijken te zijn dan in het EMU-gebied.

De stijging van de (bruto) *overheidsschuld* van de 11 eerste deelnemers aan de EMU – ik beperk mij in het volgende gemakshalve tot deze groep landen - bedroeg in de periode tot 2021 gemiddeld ca 20%-punt, veel minder dan de stijging in de VS die zo'n 70%-punt bedroeg, maar de spreiding was groot. Deze EMU-deelnemers werden geconfronteerd met sterk stijgende schuldquotes als gevolg van achtereenvolgende crises, maar vanuit *verschillende vertrekpunten* (Italië en België) en met *verschillende beleidsreacties* (Frankrijk, Spanje en Portugal). De vraag is welke lessen uit het verleden kunnen worden getrokken.

Bij de aanvang van de EMU hadden:

-twee landen een bruto overheidsschuldquote >100%: België en Italië (115% resp. 113%). In 2021 lag deze quote in beide landen nog steeds boven 100% (108% resp. 151%);

-drie landen een bruto overheidsschuldquote < 61%: Frankrijk, Portugal en Spanje (59%, 55%, 61%). In 2021 was de schuldquote van elk van deze drie landen grosso modo verdubbeld tot 112%, 127%, 119%.

-de overige zes landen schuldquotes van (soms substantieel minder dan) 60%. Vijf van hen voldeden in 2021 nog steeds (een enkel land bijna) aan het Maastrichtse criterium van maximaal 60%. Oostenrijk zag de schuldquote verder oplopen, tot 83%.

Een globale blik op de cijfers wijst uit dat België gedurende de EMU-jaren een solide begrotingsbeleid heeft gevoerd, ook tijdens de GFC en Coronacrisis. *Indien we de GFC- en coronajaren buiten beschouwing laten heeft België in 14 van de 16 resterende jaren een begrotingstekort onder 3% bbp gehad, en dat tekort lag in de overige twee jaar slechts fractioneel boven 3% (op 3,3% resp. 3,1%).* In 1993 bedroeg de schuldquote nog 138% van het bbp. In 2007 was dit percentage teruggelopen tot 87%, maar bij de GFC moest de “prijs” worden betaald voor het nog steeds hoge uitgangsniveau en liep de quote weer op (tot rond 105 % van het bbp). Nadien trad wederom enige daling op (tot 98%), maar de Coronacrisis bracht het gemiddelde voor 2020 en 2021 weer op een ruim 10%-punt hoger niveau (110%).

Italië begon aan de monetaire unie met een ongeveer even hoge schuldquote als België, maar slaagde er helaas niet in om in de niet-crisisjaren de quote substantieel omlaag te brengen door de zeer geringe groei van de economie. Dit ondanks een relatief solide begrotingsbeleid, met nagenoeg elk jaar sinds de start van de euro primaire overschotten op de begroting. *Laten we ook hier de crisisjaren buiten beschouwing dan had Italië in 14 van de 16 jaren een begrotingstekort onder 3,5% bbp en in slechts twee jaren een fractioneel daarboven liggend tekort (4,1% resp. 3,6%).* Maar door het hoge startniveau van de schuld was het extra kwetsbaar voor externe schokken. Tijdens de eerste schok (GFC) liep de schuldquote op met 28,6 %-punt (België met 18,2%-punt) en tijdens de tweede schok (coronacrisis) met 19,5%-punt (België 12,9%-punt). Het groeiverschil met België speelde uiteraard een belangrijke rol bij deze uiteenlopende resultaten.

Frankrijk heeft, weliswaar vanaf een stuk lager niveau, de schuldquote tijdens de twee externe schokken (GFC en Coronacrisis) grosso modo in dezelfde mate als Italië zien stijgen. De oorzaak ligt in een onvoldoende stringent begrotingsbeleid. *In de laatste 20 jaar heeft Frankrijk slechts twee keer een tekort onder 3% bbp gerealiseerd.* Niet verwonderlijk dat dit land gestaag is opgerukt naar de kopgroep van landen met een schuldquote boven 100%. De Commissie heeft dit desondanks met een zekere largesse aangezien. Dit land is nu ook op een voor nieuwe schokken kwetsbaar hoog niveau gekomen. Vanuit systeemogpunt is dit zeer relevant, omdat Frankrijk een belangrijke speler is en de uitstaande bruto overheidsschuld van dit land is zelfs groter dan die van Italië of Duitsland.

Schokkend zijn de schuldquote stijgingen van Portugal (een kleine speler op de markt van het overheidspapier) en Spanje (een veel grotere speler, waarvan de uitstaande schuld ongeveer de helft van die van Frankrijk bedraagt (1,4 bln). Tijdens de eerste externe schok bedroeg de quotestijging in Portugal 53,7%-punt, tijdens de tweede 14,7%-punt. Voor Spanje zijn de cijfers 64,7 % en 21%. In beide landen is het dus met name tijdens de Financiële crisis misgelopen. Beide landen zijn de kwantumsprong in de publieke schuld als gevolg van de GFC daarna niet meer te boven gekomen.

Portugal voldeed eigenlijk bijna vanaf het begin van de EMU niet aan het Maastrichtse begrotingscriterium van 3% bbp. *Exclusief de twee crisisperiodes had Portugal slechts in vier van de resterende 16 jaar een tekort onder 3% bbp.* Vanaf december 2009 was Portugal onderworpen aan de “excessive deficit procedure”. Herhaaldelijk werd voor Portugese pleidooien gezwaaid en werden nadere maatregelen door de Commissie uitgesteld.

Tot en met 2007 deed de Spaanse economie het voortreffelijk (een gemiddelde bbp-groei van 3,8%). Niet verrassend boekte Spanje tot en met 2007 dan ook voortreffelijke begrotingsresultaten (had in 2005-

2007 zelfs overschotten). Daarna stortte de economische groei, met name onder invloed van de GFC en de Coronacrisis, volledig in. Mede daardoor liep het ook geheel mis met de overheidsfinanciën. De grote klap met betrekking tot het begrotingstekort kwam tijdens de GFC. Van een overschot van 1,9% bbp in 2007 liep dat op tot een tekort 11,5% in 2012. De boosdoeners waren de autonome gebieden, waarbij aangetekend moet worden dat Spanje een in hoge mate gedecentraliseerd land is met daaruit voor de centrale regering voortvloeiende beheersingsproblemen. Van de stijging van de schuldquote in die jaren kwam bijna 90% voor rekening van die gebieden. *In de periode 2008-2021 werd, ondanks de na de GFC relatief goede groei-resultaten, slechts in 1 jaar aan het Maastrichtse criterium voldaan.* Politieke instabiliteit heeft daarbij een belangrijke rol gespeeld. Terugkijkend heeft de Commissie, nadat in 2009 de “excessive deficit procedure” was gestart, Spanje te mild behandeld.

Een *hoog uitgangspunt* met betrekking tot de publieke schuldquote maakt kennelijk een permanente daling problematisch maakt. Dat komt omdat hoe dan ook, politiek en economisch, tijd nodig is om zo’n daling tot stand te brengen en gedurende deze periode nieuwe externe schokken alleszins plausibel zijn. Zowel Italië als België hebben een relatief solide begrotingsbeleid gevoerd (daarbij erg profiterend van de dalende rente), maar in Italië bleef de groei ver achter bij die van België en het euro gemiddelde. Daardoor steeg de schuldquote sterker dan in België, hetgeen de noodzaak van een groeibevorderend hervormingsbeleid – ook voor de stabiliteit van de muntunie - in Italië nog eens illustreert.

In de drie andere landen met inmiddels een publieke schuldquote boven 100% was overduidelijk (zie de cursiveringen) sprake van een *onvoldoende stringent begrotingsbeleid*. De crisisjaren buiten beschouwing latend hebben deze drie landen het Maastrichtse tekortcriterium aan hun laars gelapt, zonder dat voldoende tegenwicht vanuit de Commissie en de partnerlanden werd gegeven. Duidelijk blijkt ook uit de ervaring van deze drie landen, net als bij België en Italië, dat kwantumsprongen in de schuld moeilijk ongedaan zijn te maken en dat er altijd kennelijk wel redenen gevonden kunnen worden om van gemaakte afspraken af te wijken.

Hetgeen mis is gegaan met betrekking tot de openbare financiën in een aantal landen van het eurogebied lijkt weinig te maken te hebben met onvoldoende “tailor made” programma’s die vanuit Europa zouden zijn opgelegd, of met het idee dat landen onvoldoende de eigenaar van de herstelprogramma’s waren. Binnenlandse omstandigheden zijn veeleer doorslaggevend geweest, bij een onvoldoende vermogen – op nationaal en Europees niveau - daar doorheen te breken. Thans circulerende voorstellen moeten wat betreft hun mogelijke effectiviteit met name op deze aspecten worden beoordeeld.

De toekomst is niet crisisvrij, hetgeen betekent dat de vijf landen die thans reeds een hoge schuldquote hebben (>100%bbp) het risico lopen op – gemiddeld genomen - blijvend hoge schuldquotes dan wel schuldquotes die nog verder stijgen als niet een zeer strikt begrotingsbeleid en een goed economisch beleid, gericht op groei, wordt gevoerd. Het huidige systeem is wat betreft de ontwikkeling van de publieke schuld en daarmee het functioneren van de

monetaire unie dus niet voldoende schokbestendig. Daarmee rijst uiteraard de vraag hoe met hoge publieke schulden om te gaan.

V. Het budgettaire framework

Op dit moment circuleren verreikende EU Commissie-plannen voor een herziening van het (in de loop der jaren al vele malen aangepaste) budgettaire kader. Dit kader zou eenvoudiger en effectiever moeten worden, beter afdwingbaar, meer ruimte moeten creëren voor noodzakelijke investeringen en realistischer moeten worden met betrekking tot de gewenste schuldreductie in thans reeds zwaar verschuldigde landen. Bedoelde landen zouden ook meer de eigenaar van hun aanpassingsprogramma's moeten worden.

De voorstellen van de Commissie (die nog verdere uitwerking behoeven, maar waarop dooreen genomen positief is gereageerd, “*a bold and largely welcome departure from the status quo*”) kunnen ongetwijfeld verder verbeterd worden, onder meer door verdere concretisering van gehanteerde begrippen, een uitgavennorm en door de inschakeling (en waar nodig upgrading) van onafhankelijke instituties in het begrotingsproces. Onderdeel van de plannen lijkt te zijn, mogelijk door onderscheid te maken tussen gewone- en buitengewone dienst-uitgaven, meer ruimte te creëren voor dringend noodzakelijke op de toekomstgerichte investeringen (ten behoeve van klimaat en digitalisering). Zo'n boekhoudkundig onderscheid vergroot – gegeven de stand van de economie – echter de budgettaire ruimte niet, maar maakt slechts het besluitvormingsproces met betrekking tot publieke uitgaven transparanter (en mogelijk beter), en leidt, als desondanks op nationaal niveau tot een grotere budgettaire ruimte zou worden geconcludeerd, uiteraard ook tot hogere schulden voor individuele lidstaten. De problematiek die hierdoor zou ontstaan kan uiteraard vermeden worden door “vergemeenschappelijking” van de schulden voor projecten die ook van gemeenschappelijk belang zijn. Ter zake zijn stappen ondernomen (NextGenerationEU) en worden verdere gedachten ontwikkeld (die al gauw op politieke hindernissen stuiten).

Gezien de reeds hoge schuldniveau 's in een aantal landen, zijn aan de Commissievoorstellen ter zake van de reductie van de schuldquotes (in die landen) serieuze risico's verbonden. Tussendoelstellingen worden geformuleerd voor relatief lange periodes van 4 opeenvolgend tot 7 jaar, gebaseerd op schuldhoudbaarheidsanalyses. Hoge schuldenlanden moeten onderbouwd duidelijk maken dat in beginsel na vier jaar (de termijn kan bij een fraai plan worden opgerekt tot 7 jaar) hun schuld voor tenminste 10 jaar bij ongewijzigd beleid “*on a plausibly and continuously declining path*” is. (Deze formulering doet me denken aan de discussies die we in de ECB hadden toen gediscussieerd werd over het lidmaatschap van Italië van de EMU.) Landen met minder grote schuldrisico's krijgen 7 jaar voordat dat dalende pad moet zijn ingezet.

Op geen enkele wijze wordt duidelijk waarom deze als meer realistisch aangemerkte aanpak in het verleden tot betere resultaten zou hebben geleid. Budgettaire aanpassingspaden lijken te worden verlengd (“realistischer” gemaakt) en waar schuldpijketpaaltjes komen te staan is voorshands onduidelijk. Verantwoord risicomanagement houdt rekening met de mogelijkheid van nieuwe externe schokken. Ook daarop moeten de thans circulerende voorstellen worden beoordeeld.

Misschien is het onvermijdelijk dat schuldquotes in een aantal landen voor lange tijd op hoog niveau blijven, maar dan is het – gezien de reële kans op nieuwe externe schokken - des te urgenter dat de financiering van deze hoge publieke schulden minder kwetsbaar wordt en plaats vindt via meer partijen dan banken, en dat ook de home bias van de banken wordt verminderd. Met andere woorden: de voorstellen van de Commissie mogen niet los worden gezien van de realisatie van een veel breder pakket van maatregelen.

In de verschillende herzieningsvoorstellen – ook van outsiders - die thans de revue passeren speelt een blijvend lage (natuurlijke) reële rente, gebaseerd onder meer op demografische ontwikkelingen, een belangrijke rol. Daarom zou met een aanzienlijk hoger schuldplafond als einddoel dan de tot nu gehanteerde 60% kunnen worden volstaan, en zouden schuldquotes “rustiger” en tailor-made op middellange termijn, stapsgewijs, kunnen worden gereduceerd.

Analyses inzake schuldhoudbaarheid gaan uit van de gedachte dat voor die houdbaarheid een belangrijke determinant het verschil is tussen de betaalde nominale rente (i) op overheidsschuld en de nominale groei van het bbp (g). Is dit verschil negatief dan leidt dit tot een dalende publieke schuldquote (tenzij de meevallende rentelasten op de begroting worden gebruikt voor andere uitgaven, zoals overigens regelmatig het geval is). Weliswaar was gedurende geruime tijd dit verschil ($i-g$) negatief, maar het is zeer de vraag of hiervan bij de formulering van nieuwe begrotingsregels mag worden uitgegaan. In de eerste plaats is bij de crises in de afgelopen 15 jaar gebleken dat landen met een hoge schuld, hogere primaire tekorten of een stijging van de schuld, met een voor de dynamiek ongunstiger verschil tussen i en g worden geconfronteerd. In de tweede plaats vergroot ook monetaire verkrapping de kans op een positief rente-groeiverschil. Naar mijn oordeel zullen we in de komende jaren met een structureel krappere monetaire beleid worden geconfronteerd dan in het verleden, en dus ook met hogere (reële) rentestanden dan thans. Wereldwijd verdubbelde in de periode 1990-2018 – tijdens een periode van globalisering – het effectieve arbeidsaanbod. Daardoor werd ook wereldwijd de inflatie gedrukt. De wereldeconomie is door demografische ontwikkelingen, de-globalisering en de klimaatproblematiek in een ander kwadrant terecht gekomen. De deflatoire bias van de laatste decennia lijkt structureel vervangen te gaan worden door een inflatoire bias, met consequenties voor monetaire beleid en rentestanden.

Een veel betere en eenvoudiger oplossing voor beheersing van de overheidsfinanciën dan voorgesteld door de Commissie (respectievelijk een zeer nuttige aanvulling op die voorstellen) lijkt mij de introductie van een in nationale wetgevingen vastgelegde, nader in te vullen “Schuldenbremse”, met speelruimte voor het begrotingstekort voor conjuncturele fluctuaties en bijzondere situaties. Zo’n aanpak wordt al sinds 2003 succesvol gevolgd in Zwitserland (nadat dit land met een sterk oplopende publieke schuldquote werd geconfronteerd), en is inmiddels ook in Duitsland geïmplementeerd. Nationale overheden zijn dan echt de eigenaar van hun eigen financiën en kunnen daarop ook door de eigen burgers

worden aangesproken. In landen waarin er naast de centrale overheid nog andere autoriteiten publieke schulden kunnen maken, zou dan ook in de nationale wetgeving vastgelegd moeten worden dat deze geen tekorten meer mogen hebben respectievelijk zouden voor deze autoriteiten door de centrale overheid stringente, afdwingbare regels moeten worden geformuleerd.

Het opleggen van zo'n regime vanuit Europa zal voorshands vermoedelijk niet haalbaar zijn, al kan de Commissie uiteraard wel degelijk een rol spelen bij een (zoveel mogelijk geharmoniseerde) vormgeving van de "Schuldenbremse" in landen die deze zouden willen invoeren. Goed voorbeeld doet goed volgen, zeker als de landen die niet volgen zelf meer dan thans op de blaren moeten zitten. Nederland zou op eigen initiatief Duitsland kunnen volgen, en andere landen daartoe kunnen aansporen.

VI. Aanpak van de "home bias" van het bankwezen

Welk begrotingsregime ook wordt ontwikkeld, de schuldenproblematiek zal voorshands hoogstwaarschijnlijk niet zal verdwijnen. Daardoor blijft de vraag hoe hier mee om te gaan. Zijn hoge schuldquotes (ook de private, die in deze notitie niet aan de orde komen) als zodanig reeds een bron van potentiële instabiliteit, in de eurozone dient het woord "potentieel" vervangen te worden door "zeer serieuze bedreiging". Dat komt door de grote vervlechting van het bankwezen (en met name het nationale) met de (eigen) overheid, ook wel aangeduid als "doom loop". Essentieel voor een minder risicovol leven met hoge schuldquotes is dat de impulsen voor deze "doom loop" worden weggenomen.

Voorwaarde daartoe is dat banken enerzijds meer mogelijkheden voor diversificatie van hun activa krijgen en anderzijds het hen onaantrekkelijker wordt gemaakt schuldpapier van de eigen overheid op de balans te nemen. Grotere diversificatie mogelijkheden ontstaan door de voltooiing van de bankenunie (waaronder de invoering van een Europees Deposito garantiestelsel) en van de kapitaalmarktunie. Het bankieren in Europa gaat thans nog te veel langs nationale lijnen.

In vergelijking met Amerikaanse banken blijven Europese banken sinds de GFC duidelijk achter op essentiële terreinen, zoals winstgevendheid en markt-waardering (price-to-book ratio's onder 1). Zij zijn daardoor niet in staat voldoende schaal op te bouwen om de concurrentie aan te kunnen met banken uit de VS en Big Tech ondernemingen. Cross border consolidatie is in de gefragmenteerde Europese markt nog steeds een probleem. Verdere voortgang op het gebied van de bankenunie is daarom dringend geboden. Door de reductie van de NPL's zijn de mogelijkheden daartoe ook groter geworden.

Helaas lijkt ook de voortgang op het gebied van de kapitaalmarktunie te stagneren. Krediet intermediaatie verloopt, anders dan in de VS, in Europa nog steeds grotendeels via het bankwezen, hetgeen invloed heeft op de businessmodellen van banken en het financiële systeem minder weerbaar maakt voor schokken. Pogingen om de securisatiemarkt nieuw leven in te blazen (waardoor overdracht van risico's kan plaatsvinden naar niet-bancaire partijen) zijn tot nu toe weinig succesvol gebleken. Ofschoon diverse studies uitwijzen dat kapitaal niet de belangrijkste verhinderende factor voor de ontwikkeling van deze markt is, doen op dit moment – mede omdat de regelgeving onvoldoende snel wordt aangepast - voorstellen de ronde voor lagere kapitaaleisen. Deze "Sirene-zang" (in feite een

poging tot verwatering van Bazel III) is verleidelijk, omdat verlaging van de kapitaaleisen uitzicht zou bieden op extra ruimte die de banken dan zouden krijgen om bij te dragen aan een groene en digitale economie. Dit “lokkertje” wordt in een recent rapport in een “best case” scenario becijferd op een additionele kredietverleningscapaciteit van 4,4 biljoen. De pleidooien doen me denken aan identieke pleidooien waarmee ik in mijn tijd als voorzitter van het Bazels Comité werd geconfronteerd. Gelukkig is daar destijds niet aan toegegeven en moet ook thans de verleiding worden weerstaan Bazel III te verwateren. Banken zijn de recente crises relatief onbeschadigd doorgekomen, omdat de risico’s die optraden deze keer, anders dan tijdens de GFC, geheel en onmiddellijk op de balans van de overheid als ultieme risicodragers zijn beland.

Naast voltooiing van de Bankenunie en de Kapitaalmarktunie – de alternatieven die thans worden gepresenteerd illustreren hoe urgent dit is - is dringend aanpassing van de prudentiële regelgeving met betrekking tot de belegging in overheidsobligaties nodig, te meer omdat de bekende “doom loop” door de coronacrisis eerder sterker is geworden dan afgenomen. Daarmee zou een belangrijke impuls voor de “home bias” van het bankwezen worden verminderd en het financiële systeem in het algemeen en de monetaire unie –ook bij hoge schuldquotes – schokbestendiger worden.

Eventueel noodzakelijke schuldherstructurerings worden dan ook minder problematisch. Op dit moment wordt, vanwege vrees voor het uiteenvallen van de monetaire unie, alles gedaan om dit te voorkomen.

De “home bias” binnen het eurogebied van banken voor obligaties van de eigen overheid is een oud zeer. Deze bias – gevolg van afwezigheid van vereisten ter zake van concentratie risico’s met betrekking tot overheidsobligaties, in combinatie met een nul weging voor kredietrisico - is veel te sterk en heeft als gevolg dat banken overmatig gevoelig zijn voor financiële problemen van de eigen overheid. De portefeuille overheidspapier op de bankbalansen van zwakke landen, bedraagt al gauw meer (soms aanzienlijk meer) dan 100% van het bankkapitaal, waarbij ook relevant is dat volgens ECB-gegevens de exposure op de overheid in die landen in relatief hoge mate ligt bij banken die van de toezichthouder het predicaat, midden- of hoog risico hebben gekregen dan wel niet beoordeeld zijn.

Van vele kanten (EBA,ESRB, ECP, Europees Parlement, wetenschappers) is in de loop der jaren gewezen op de (doom loop) risico’s die zijn verbonden aan dit regime (dat terecht wel de “*big missing piece*” van Bazel III is genoemd) en er zijn uiteenlopende suggesties ter adressering van dit probleem gedaan. Ook Nederland heeft in het verleden voor aanpassing gepleit. Tegenstanders van aanpassing hameren veelal op de stabilisatorrol die kan uitgaan van de aankopen van eigen overheidspapier (voor liquiditeitsmanagement, financiële intermediaatie, vermindering van kredietrisico’s, etc.), maar hebben uiteraard vooral in het achterhoofd dat hun banken meer kapitaal zullen moeten aanhouden met consequenties voor de rentestand. En dat is inderdaad precies de bedoeling, maar het maken van onderscheid over het risico dat wordt gelopen op landen die deel uitmaken van de EMU is vooral ook een politiek probleem. Hier zouden eindelijk eens knopen moeten worden doorgelaten, te meer omdat er ook een duidelijke link is met de bereidheid/mogelijkheid tot invoering van een Europees Deposito Garantiestelsel (EDIS). Vanwege de onderlinge samenhangen moeten gelijktijdig oplossingen worden geformuleerd.

Niet alleen is de afgelopen jaren te veel overheidspapier op de balansen van het private bankwezen (en dan met name op die van de “thuisbanken”) terecht gekomen, maar dit geldt ook voor de balansen van de ECB en de NCB’s. Dat is weliswaar op monetaire gronden gebeurd, maar sluipenderwijs zijn de interventies van de centrale bank steeds meer gericht geraakt op het tegengaan van verstoringen in het monetaire transmissie mechanisme als gevolg van landen

specifieke ontwikkelingen. Dat soort verstoringen is echter in hoofdzaak een verantwoordelijkheid van de overheden en niet van de centrale bank,

VI. De ECB

De geschiedenis leert dat centrale banken door crises vaak genoodzaakt worden dan wel zich genoodzaakt voelen een andere invulling aan hun takenpakket en instrumentarium te geven (bijv. in Duitsland door de hyperinflatie in de jaren twintig van de vorige eeuw, in de VS door de crisis in de jaren dertig). Een objectieve blik op de ECB leert dat deze instelling in haar nog korte bestaan door enkele zware crises een enigszins hybride instelling is geworden: niet alleen een centrale bank, maar ook een besluitvormings-partner van de Europese Executive (bij het ESM), een instituut met verreikende bevoegdheden op het gebied van financiële stabiliteit, en een micro- en macro-prudentiële toezichthouder. Daarnaast zijn thans ambities op tafel gelegd met betrekking tot ondersteuning van het klimaatbeleid.

Deze constatering moet niet worden gezien als kritiek op de ECB, omdat steeds vanuit een diepgevoeld verantwoordelijkheidsbesef en op kwalitatief zeer hoog niveau is gehandeld, en de ECB in de afgelopen decennia de reddende engel voor de muntunie is geweest. Toch rijst de vraag of na 25 jaar niet eens op constructieve wijze de balans moet worden opgemaakt, omdat mogelijk sprake is van (op zichzelf bezien niet onbegrijpelijke) “mission creep” die op termijn toch een bedreiging zou kunnen worden voor de onafhankelijkheid van deze instelling en daarmee ook voor het functioneren van de monetaire unie. Sommige van de nieuwe taken zijn vastgelegd in additionele wetgeving, andere werden geacht binnen de bestaande statutaire bepalingen te vallen. Met name de (consequenties van) de aankopen van obligaties van de overheid hebben tot juridische procedures geleid.

Het leidt geen twijfel dat de ECB, net als bijvoorbeeld DNB in het verleden, juridisch gerechtigd is in de secundaire markt overheidspapier op te kopen, zolang althans geen sprake is van omwegconstructies. De bedoeling hiervan was (kortstondige) marktverstoringen te voorkomen die het monetaire transmissieproces zouden kunnen schaden. Dit instrument is inmiddels in de praktijk (ook door andere centrale banken) sterk opgerekt tot een volwaardig (onconventioneel) middel om het niveau van de rente te beïnvloeden, toen dat via het traditionele instrumentarium niet meer kon vanwege het bereiken van de “zero bound”. Voorts is dit instrument grootschalig ingezet om ongewenste renteversillen tussen landen te reduceren. Beide bedoelingen zijn geleidelijk onontwaaarbaar door elkaar gaan heenlopen.

Ik ga niet in op de vraag of economische agenten in een negatief rente-kwadrant wel op dezelfde wijze reageren als in het positieve kwadrant, en of ongunstige neveneffecten (financiële markten, woningmarkt) voldoende zijn meegewogen. Hier wil ik met name aandacht vragen voor een ander punt, namelijk voor de zeer substantiële financiële risico's die inherent zijn aan het gebruik van dit onconventionele instrument: de verliezen die potentieel op de obligatieportefeuille kunnen worden gelopen bij rentestijging (voor het eurosysteem als geheel kan dat om meerdere honderden miljarden euro's gaan). Het gaat bij zo'n rentestijging niet alleen om het *renterisico* (lage rentevergoeding op de activa tegenover bij stijgende rente een hogere vergoeding op deposito's die banken bij hun centrale

bank aanhouden), maar met name ook om het *marktrisico* dat op de (tegen kostprijs op de balans staande) monetaire portefeuille kan worden geleden.

Zeer te waarderen valt dat DNB inmiddels enig inzicht heeft gegeven in de omvang van mogelijke verliezen, maar voor het *eurostysteem als geheel* zijn, voor zover mij bekend, publiekelijk nog steeds geen cijfers beschikbaar die ook het marktrisico zichtbaar maken. Andere centrale banken (het VK, de VS) hebben inmiddels zeer grote (ook ongerealiseerde) verliezen gemeld.

Het opkopen van overheidspapier door centrale banken is eenvoudiger dan het weer verkopen. Verkopen zijn ingewikkelder in monetaire en marktomstandigheden in te passen, en liggen politiek ook gevoeliger. Gebruik van dit onconventionele instrument (waarvan de ECB zegt dat dit inmiddels in haar conventionele gereedschapskist is opgenomen) wordt derhalve gekenmerkt door asymmetrie. Dit speelt nog sterker bij aankopen die beogen fragmentatie problemen tussen landen te adresseren. Bij verkoop van overheidsobligaties van zwakke landen kunnen immers, als de onderliggende problematiek niet ten principale is opgelost, de eerdere fragmentatie problemen weer boven water komen, hetgeen een additionele belemmering kan zijn deze portefeuille af te bouwen.

Recentelijk heeft de ECB een nieuw instrument geïntroduceerd: het Transmission Protection Instrument (TPI) dat kan worden ingezet “to counter disorderly market dynamics threatening the monetary transmission process, at least in as far as they are not resulting from country-specific fundamentals”. Het probleem is dat het altijd dezelfde landen zijn die in de moeilijkheden verzeild raken, waarmee ook de geloofwaardigheid van het analytische onderscheid tussen terechte (samenhangend met uiteenlopende structurele macro-economische verschillen) en onterechte (speculatieve) risico-opslagen verdwijnt. Nog daargelaten dat dit analytische onderscheid een hoog theoretisch karakter heeft en nauwelijks onderbouwd valt in te vullen.

Het gevolg van het in de afgelopen jaren gevoerde beleid is dat de ECB een zeer omvangrijke portefeuille overheidspapier heeft opgebouwd. TPI institutionaliseert qua instrumentarium als het ware de aanpak die in hoge mate tot deze uitkomst heeft geleid. Eind 2021 stond voor 4713 mld aan voor monetaire beleidsdoeleinden aangehouden effecten op de balans van het eurostysteem, gewaardeerd tegen kostprijs in plaats van tegen marktwaarde. Het inmiddels gepubliceerde voornemen om daarvan in de komende maande 15 mld per maand af te bouwen, illustreert de asymmetrische werking van dit monetaire instrument en hoe diep de ECB zich in de financiering van overheidstekorten heeft laten zuigen. Nauwelijks kan met droge ogen worden volgehouden dat de centrale bank (de ECB en NCB's hebben thans reeds ca 25% van het overheidspapier op hun balans staan) het monetaire financieringsverbod inhoudelijk niet overtreedt (naar de letter van de wet ligt dat misschien wat anders). Voorts is ook duidelijk dat de zeer omvangrijke overheidsportefeuille de vrijheidsgraden voor het voeren van monetair beleid beperkt, de geloofwaardigheid van de ECB schaadt en de centrale bank steeds meer in een politiek kwadrant dreigt te worden getrokken. Als grote spanningen in het stelsel optreden, tot uitdrukking komend in risico opslagen op de rente van zwakke landen, is het niet de ECB die moet zeggen “Whatever it

takes, we will rescue the euro”, maar zijn het de overheden die dat via geëigende maatregelen moeten doen. Waarna vervolgens de ECB haar steentje kan bijdragen.

Nout Wellink, 9 februari 2023.