

Conditionele Eurobonds als overgangsregime

Het ingrijpen van de Europese Centrale Bank (ECB) heeft de acute paniek in de eurozone doen afnemen. Een tijdelijk regime van conditionele Eurobonds kan voor langere tijd stabiliteit scheppen en legt de juiste prikkels voor beleidsmakers. De ECB kan zich dan weer concentreren op monetair beleid.

WIM BOONSTRA
Hoofdeconoom van Rabobank Nederland en president van de Monetaire Commissie van ELEC

Begin 2010 werd bekend dat Griekenland onjuiste informatie had verstrekt over zijn overheidsfinanciën. Direct daarop suggereerde de Duitse minister van Financiën, Wolfgang Schäuble, dat de Grieken dan de eurozone maar moesten verlaten. Vervolgens kwam binnen de eurozone een proces van monetaire desintegratie op gang. Door een kapitaalvlucht uit de vermeend zwakke landen naar sterkere lidstaten staat de Economische en Monetaire Unie (EMU) onder grote druk. Ondanks meerdere eurotoppen, waarop wettelijke stappen zijn gezet, zijn de problemen nog niet voorbij.

Inmiddels zijn in zuidelijk Europa nieuwe regeringen aangekomen waarvan wordt verwacht dat zij een geloofwaardig hervormings- en saneringsbeleid in gang zullen zetten. Verder is er onlangs een akkoord gesloten omtrent een forse herstructurering van de Griekse staatsschuld, waarbij beleggers een stevig verlies zullen moeten accepteren. De komende maanden zullen de begrotingsplannen ter accordering aan de Europese raadsformatie Economische en Financiële Zaken (ECOFIN) worden voorgelegd, waarna implementatie moet volgen.

Op de financiële markten is de rust teruggekeerd, vooral dankzij de ECB. Met haar Securities Markets Programme heeft zij voorkomen dat de rente op staatsleningen in de zwakke landen naar onhoudbaar hoge niveaus opliep. Met de in december 2011 gestarte Long Term Refinancing Operation

(LTRO) is de ECB overgegaan op het verstrekken van langlopende liquiditeit aan het bankwezen. Met deze acties heeft zij de ergste stress uit de markt gehaald en voor de politici tijd gekocht om de afgesproken maatregelen te implementeren. Fundamenteel is er echter nog niets gewijzigd. Als het prille vertrouwen op de financiële markten weer omslaat kan het gebeuren dat de beleidsmakers niet eens de tijd krijgen om hun voornemens in beleid om te zetten. De introductie van effectieve Eurobonds kan rust op de financiële markten brengen, zonder moreel gevaar te introduceren.

In reactie op een door de Europese Commissie gepubliceerde *green paper* kan een tijdelijk Eurobonds-schema worden gepresenteerd (EC, 2011). Dit schema borduurt voort op Boonstra (2011) en is afkomstig van de European League for Economic Corporation (ELEC) (Bishop *et al.*, 2011; 2012).

ACHTERGROND

De overheidsfinanciën van de EMU-lidstaten steken gemiddeld in internationaal perspectief gunstig af (figuur 1). Daarbij is de lopende rekening van de eurozone min of meer in evenwicht. Voor zover de EMU al een financieel probleem heeft, moet zij dit in beginsel dus met eigen middelen kunnen oplossen.

Uit figuur 1 blijkt echter ook dat de spreiding van overheidstekorten en -schulden binnen de EMU groot is. De EMU kent, net als overigens de Verenigde Staten (VS), staten met zeer zwakke overheidsfinanciën. Maar, anders dan de VS, kent de EMU geen volledige politieke en economische unie. Daardoor is in de EMU niet de gemiddelde kwaliteit van de overheidsfinanciën van belang, maar hebben de zwakste schakels een buitensporig grote invloed op het geheel. Zo lang deze situatie, die samenhangt met de versnippering van de obligatiemarkten en de afwezigheid van kruiselingse garanties, aanhoudt, blijft de EMU in de gevarenzone. Want de Griekse crisis heeft aangetoond dat zelfs een klein land met problemen de gehele eurozone kan ontregelen.

DISCUSSIE RONDOM EUROBONDS

Eurobonds zijn obligaties die door een centraal Europees agentschap worden uitgegeven ter financiering van de staatsschuld van de deelnemende lidstaten. Hoewel de eerste voorstellen om Eurobonds in te voeren teruggaan tot 1989, is de discussie pas sinds 2009 in een stroomversnelling gekomen (Eijffinger, 2011). Eurobonds worden ook wel Stability Bonds (EC, 2011) of EMU Bonds (Boonstra, 1989; 1991; Bishop *et al.*, 2011) genoemd. Zij geven zwakkere lidstaten toegang tot financiering van hun staatsschuld tegen lagere rentes dan de huidige markttarieven. Hiermee valt voor de betrokken landen echter tevens een belangrijke externe prikkel weg tot het verbeteren van hun begrotingsbeleid. Vanwege dit moreel risico wordt het gebruik van Eurobonds door Duitsland en Nederland tot dusver van de hand gewezen. De financiële markten hebben in de periode 1999 tot medio 2008 echter vrijwel niet gedifferentieerd tussen sterke en zwakke landen. Die externe prikkel is er dus lange tijd niet geweest. Daardoor werden beleidsmakers niet gedisciplineerd, konden verkeerde ontwikkelingen lang voortwoekeren en kwam de situatie in een aantal landen ver uit het lood te liggen.

Het is nog maar de vraag of, gezien de aarzelende aanpak van de crisis en de spanningen op de financiële markten, beleidsmakers de tijd zullen krijgen om het beleid in goede richting bij te stellen. Een slim vormgegeven stelsel van Eurobonds kan hierbij helpen.

CRITERIA VOOR EUROBONDS

Een Eurobondprogramma moet ten eerste ervoor zorgen dat alle landen toegang tot financiering hebben. Ten tweede moet het merkbare voordelen brengen voor alle deelnemende landen, zowel de zwakkere als de sterke. Ten derde moet het een disciplinerende werking op beleidsmakers hebben, dus geen moreel gevaar meebrengen. Ten vierde is het bij voorkeur zelf-financierend, zodat in de toekomst eventuele problemen kunnen worden opgevangen zonder dat men daar de sterke landen mee lastig moet vallen (Boonstra, 2011).

Hoewel de meeste voorstellen niet aan al deze voorwaarden voldoen, kan een oplossing worden gevonden bij de inzet van 'conditionele Eurobonds' (Muellbauer, 2011). Deze reduceren het moreel risico door een intern allocatiemechanisme, waarbij de landen hun staatsschuld via een centraal agent-

schap financieren, maar wel al naar gelang de kwaliteit van hun overheidsfinanciën bovenop de fundingkosten van het centraal agentschap een opslag aan dit agentschap betalen. Dit legt de goede prikkels, omdat goed beleid zich snel vertaalt in dalende opslagen en vice versa. De opslagen kunnen worden aangewend om centrale buffers aan te leggen, om eventuele tegenvallers op te vangen. De voordelen van een dergelijk systeem voor de sterkere landen bestaan verder uit een verbeterde liquiditeit – en daarmee lagere financieringskosten – en een betere disciplinerende werking van beleidsmakers.

De financiële markten hebben in de periode 1999 tot medio 2008 echter vrijwel niet gedifferentieerd tussen sterke en zwakke landen

Het moge duidelijk zijn dat een permanent Eurobondprogramma niet op korte termijn kan worden ingevoerd. Het betreft een ingrijpend herontwerp van de eurozone en dat vergt tijd om de details uit te werken en alle politieke en (grond)wettelijke procedures te doorlopen. Hoewel de LTRO van de ECB drie jaar tijd heeft 'gekocht', kunnen markten dit nog steeds teniet doen. Daarom stelt een werkgroep vanuit de European League for Economic Cooperation (ELEC) voor om met een tijdelijk programma te beginnen. (Bishop *et al.*, 2011; 2012).

EURO TREASURY-BILLS ALS OVERGANGSREGIME

De ELEC-werkgroep stelt voor dat de landen die deelnemen gedurende de looptijd van het schema in de volledige financieringsbehoefte van hun overheden kunnen voorzien via collectief gegarandeerde kortlopende Eurobonds (Euro Treasury-Bills). Niet iedereen kan van meet af aan meedoen. De zes voorwaarden voor deelname en voor overheidsfinanciering worden hier nader besproken.

Alleen solvabele landen

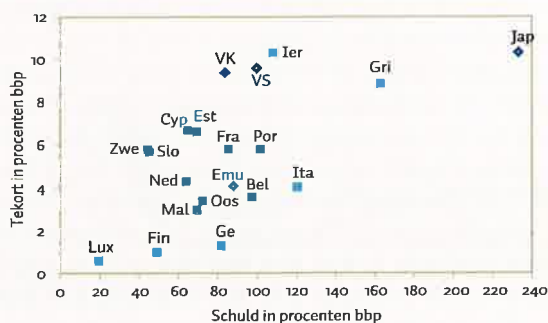
Het programma staat open voor alle solvabele lidstaten van de eurozone. Landen die al steun nodig hebben (Griekenland, Ierland en Portugal) kunnen dus nog niet meedoen. Voor die landen staat de European Financial Stability Facility (EFSF) opgesteld, die dan overigens niet hoeft te worden vergroot. Pas als zij hun overheidsfinanciën op orde hebben gebracht en de problemen achter zich hebben gelaten, kunnen zij zich alsnog kwalificeren. Verder moeten de beleidsvoornemens van de deelnemende landen eerst onder het Europese semester zijn goedgekeurd. Dit beleid moet uitzicht bieden op het uiteindelijk voldoen aan de criteria van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP). Ten slotte is het essentieel dat de grote landen allemaal meedoen, inclusief Duitsland.

Financiering met kortlopende Euro T-Bills

Onder het programma kunnen deelnemende landen de komende vier jaar (2012–2016) hun volledige financieringsbe-

Overheidsfinanciën in termen van hun begrotingstekort en -schuld

FIGUUR 1



Bron: Europese Commissie/IMF (VS, JP), raming 2011

hoeft (financieringstekort en vervallende schuld) dekken via (middels een kruislingse garantie) collectief gegarandeerde kortlopende obligaties (Euro T-Bills). Deze hebben een looptijd van maximaal twee jaar en worden uitgegeven via een nieuw agentschap, het EMU-fonds. De deelnemende landen geven geen kortlopende schuld meer uit op eigen kracht. Wel staat het hun vrij om niet collectief gegarandeerde, langer lopende staatsleningen uit te geven.

Disciplineren via extra prijsopslagen

Landen met een overheidstekort groter dan drie procent of een staatsschuld hoger dan zestig procent bbp betalen een opslag bovenop de financieringskosten van het centraal agentschap. Deze opslag varieert op grond van een automatische formule waarin de relatieve omvang van overheidstekort en -schuld wordt meegewogen (kader 1 en figuur 2).

Vorming van reserves

Door de opslagen maakt het EMU-fonds winst. Die wordt toegevoegd aan de reserves van het agentschap. Zo worden buffers gevormd om eventuele toekomstige probleemgevallen op te vangen. Bij beëindiging van het schema worden gevormde en niet gebruikte reserves toegevoegd aan het kapitaal van het Europees Stabieliteitsmechanisme, het permanente fonds in oprichting.

Verwijdering als ultieme sanctie

Als landen het afgesproken beleid niet uitvoeren, kan uiteindelijk worden besloten om ze geleidelijk uit het schema uit te faseren. Hiertoe moet uiteraard niet licht worden overgegaan. Zo kan het landen die beleidsafspraken adequaat implementeren niet kwalijk worden genomen als bijvoorbeeld door een tegenvallende economische groei de resultaten tegenvallen. Maar voor landen die de beleidsafspraken niet nakomen moet er een ultieme sanctie zijn.

Tijdelijk regime als opmaat naar permanente oplossing

Het tijdelijke regime wordt idealiter opgevolgd door een nieuw tijdelijk of definitief schema. In een definitief schema is het veel moeilijker om landen die zich misdragen uit te fase-

Omvang van de opslag

KADER 1

De omvang van de opslag bovenop de financieringskosten van het EMU Fonds kan als volgt berekend worden:

$$R(i) = a [DEF(i) - DEF(m)] + b [DEBT(i) - DEBT(m)]$$

Waarin:

$R(i)$ = de omvang van de opslag bovenop de financieringskosten van het EMU Fonds in land i .

$DEF(i)$ = het overheidstekort van land i , als percentage van het bbp.

$DEBT(i)$ = de staatsschuld van land i , als percentage van het bbp.

$DEF(m)$ en $DEBT(m)$ zijn de grenswaarden voor overheidstekort en -schuld van het SGP, waarbij m staat voor het referentiepunt van respectievelijk 3 en 60 procent bbp.

De parameters a en b zijn coëfficiënten die het relatieve gewicht van de staatsschuld en het overheidstekort in de formule bepalen.

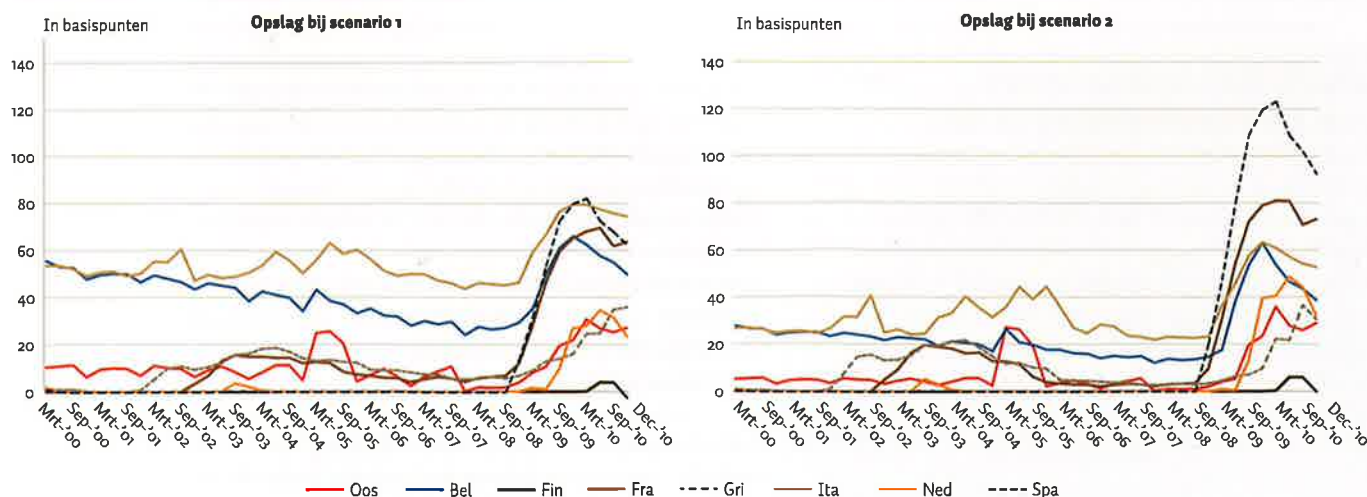
ren. De tijdelijkheid van het hier voorgestelde schema, met als ultieme sanctie dat niet aan een vervolgprogramma kan worden deelgenomen, zal dus sterk disciplinerend werken. Het schema geeft beleidsmakers wel voldoende tijd om te laten zien dat zij in staat zijn om goed beleid te voeren.

VOOR- EN NADELEN

Een voordeel van het voorgestelde tijdelijke schema is, dat het snel kan worden ingevoerd. Daarbij geeft het Europa de tijd om een eventueel definitief stelsel zorgvuldig te ontwerpen en wettelijk te verankeren. Het geeft landen de tijd om beleidsmatig orde op zaken te stellen zonder dat zij van dag tot dag moeten vrezen voor de reacties van de financiële markten. Het probleem van moreel gevaar wordt aangepakt door de bij het interne allocatiemechanisme gehanteerde opslag en de mogelijkheid tot uitfasering. Aan het korte eind van de rendementscurve is geen ander papier van hoge kwaliteit beschik-

Opslagen EMU-fonds onder twee scenario's

FIGUUR 2



baar is dan de Euro T-Bills. Hiermee heeft ook de EMU haar zogeheten *risk-free asset* als onderpand voor transacties met de centrale bank. De directe link tussen overheden en hun nationale bankwezen wordt doorgesneden. De monetaire unie kan worden geconsolideerd, zonder verdere politieke integratie dan men op grond van de afgesproken aangescherpte governance van de eurozone toch al van plan is. Niet alleen de zwakke landen, maar ook de sterke landen hebben voordelen. Naast het behoud van de EMU kan worden gewezen op het zelf-financierende karakter van het schema en de te verwachten liquiditeitspremie. Die laatste is het gevolg van de creatie van een enorme markt van Eurobonds. Als wordt uitgegaan van een bescheiden liquiditeitspremie van 25 basispunten ten opzichte van het naar staatsschuld gewogen rendement op tweejarige staatsleningen in de eurozone, dan zijn ook Nederland en Duitsland goedkoper uit (Bishop *et al.*, 2012). Daarbij moet overigens niet het huidige rendement op Nederlandse en Duitse staatsleningen als uitgangspunt worden genomen. De huidige extreem lage rentevoeten zijn niet realistisch en houdbaar, want die zijn het gevolg van het vluchthaven effect binnen de eurozone.

Nadelen zijn er ook. Mocht men onverhoopt moeten overgaan tot het uitfasen van een land, dan zal dat met onrust gepaard gaan. Omdat de andere landen gewoon blijven participeren in het schema is de kans op serieus besmettingsgevaar echter gering. De marktpartijen kunnen namelijk niet meer tegen het voortbestaan van de EMU speculeren door individuele landen in acute liquiditeitsnood te brengen. Een ander nadeel is dat vooral de zwakkere deelnemende landen, die nog niet op eigen kracht langlopende leningen kunnen uitgeven, de komende jaren hun tekorten en vervallende schuld kortlopend zullen financieren. Dit betekent dat de gemiddelde looptijd van hun staatsschuld verkort, waarmee de rentegevoeligheid van de overheidsfinanciën zal toenemen. Ten slotte moet de formule waarmee de opslag wordt vastgesteld worden bepaald (kader 1).

Het vaststellen van de parameters a en b is de uitkomst van een politiek onderhandelingsproces. Zij moeten vooraf worden vastgesteld, zijn uniform voor alle landen en de landen moeten ze bij toetreding onderschrijven. Bij bepaling van de parameters staan twee vragen centraal. Ten eerste moet worden vastgesteld hoe groot de opslagen dienen te zijn. Dit is belangrijk voor het disciplinerende effect en het tempo waarin de buffers worden opgebouwd. Ten tweede speelt de vraag of de opslag primair moet worden opgebouwd op grond van de omvang van de staatsschuld of op basis van het overheidstekort. Het vaststellen van de formule is een eenmalig proces, in plaats van de vele ad-hoc-onderhandelingen waarmee Europa de afgelopen jaren van het ene naar het andere incident is gestrompeld. Landen moeten zich vooraf, dus voordat zij worden toegelaten tot het stelsel, hieraan committeren. Figuur 2 illustreert het gesimuleerde verloop van de ratio's als de Eurobonds van meet af aan waren ingevoerd. Zij zijn gebaseerd op de feitelijke tekort- en schuldontwikkeling op kwartaalbasis (gerelateerd aan de SGP-criteria). In scenario 1 ligt het zwaartepunt op de schuldquote ($a = 0,10$ en $b = 0,010$). In scenario 2 wordt relatief meer gewicht toegekend aan de tekortontwikkeling ($a = 0,15$ en $b = 0,005$).

Het tweede scenario, waarin de opslag primair wordt opgebouwd op grond van de omvang van het overheidstekort

heeft de voorkeur, omdat dan de opslag sterk reageert op om-
slagen in het beleid. Dan wordt een stijgend overheidstekort
snel bestraft met oplopende premies, maar een ombuiging van
het beleid wordt net zo snel beloond. Daarmee worden effec-
tieve prikkels ingebouwd.

CONCLUSIE

De inzet van een vierjarig Euro T-Bill-programma zoals hier voorgesteld geeft beleidsmakers de tijd om goed beleid te implementeren en om na te denken over een structurele hervorming van de governance van de eurozone. Tevens wordt ervaring opgedaan met het instrument van de Eurobonds, dat zich in deze periode kan bewijzen. Verdere vergroting van de EFSF is niet nodig, omdat deze dan alleen nog staat opgesteld voor Griekenland, Portugal en Ierland. Als het nieuwe fonds na verloop van tijd ook de door de ECB opgebouwde portefeuille aan staatsleningen van zwakke landen grotendeels overneemt en onder het Eurobondprogramma brengt, kan de centrale bank zich weer concentreren op haar kerntaak: monetair beleid met als uiteindelijk doel inflatiebestrijding, uiteraard aangevuld met een taak om de financiële stabiliteit te bewaken.

Het Euro T-Bill-programma kan desgewenst worden omgezet in een definitief en alle looptijden bestrijkend Eurobondprogramma. Men kan er echter ook voor kiezen om het programma te verlengen, waarbij men ook de looptijd van de Eurobonds met enkele jaren kan oprekken naar maximaal drie of vier jaar. Mocht het programma minder succesvol zijn dan gehoopt, dan zijn we wellicht een illusie armer, maar niet slechter af dan waar wij vandaag staan.

LITERATUUR

- Bishop, G. *et al.* (2011) *A two year refinancing for all € bill / most bond maturities until 2015: an 'EMU Bond Fund' Proposal*. Brussel: ELEC.
- Bishop, G. *et al.* (2012) *The ELEC Euro T-Bill Fund: a proposal for a two year refinancing for all € bill / optional bond maturities until 2015*. Rapport op www.elec-lece.eu, 12 januari.
- Boonstra, W.W. (1989) EMU Fonds: het ei van Columbus? *ESB*, 77(3868), 1208–1215.
- Boonstra, W.W. (1991) The EMU and national autonomy on budget issues: an alternative to the Delors and the free market approaches. In: O'Brien, R. en S. Hewin (red.) *Financa and the international economy*, (4), Oxford: UITGEVER, 209–224.
- Boonstra, W.W. (2011) *Voorkom uiteenvallen eurozone met tijdelijke Euro-obligaties*. Publicatie op www.mejudice.nl, 28 november.
- Europese Commissie (2011) *Feasibility of introducing Stability Bonds*. Brussel: Europese Commissie.
- Eijffinger, S.C.W. (2011) *Eurobonds – concepts and implications*. Briefing Note to the European Parliament, maart.
- Karsenti, R. (2011) *A European common debt programme: scope and purposes? Voordracht gehouden tijdens de Euro50 bijeenkomst*, Brussel, 26 maart.
- Muellbauer, J. (2011) *Germany and the Eurozone: Clutching disaster from the jaws of victory?* Publicatie op www.voxeu.org, 25 november.
- Teulings, C., M. Bijlsma, G. Gelauff, A. Lejour en M. Roscam Abbing (2011) *Europa in crisis. Het Centraal Planbureau over de schulden en de toekomst van de eurozone*. Amsterdam: Uitgeverij Balans.