

De EMU kan op veel manieren worden versterkt

Wim Boonstra

De eurozone heeft de eurocrisis overleefd. Toch heeft deze crisis ook duidelijk gemaakt dat de eurozone serieuze gebreken vertoont. De afgelopen jaren is al veel gebeurd om de eurozone te versterken, maar er is nog veel werk aan de winkel. Verdere versterking van de eurozone is voor een groot deel mogelijk binnen de bestaande wettelijke kaders, door lopende projecten zoals de Bankenunie en de Kapitaalmarktunie af te ronden. Maar er moet ook nog eens kritisch naar het mandaat van de ECB worden gekeken, terwijl de creatie van een EMU-brede *safe asset* een hoge prioriteit moet krijgen.

1 Inleiding

Begin dit jaar kon worden gevierd dat de euro 20 jaar bestaat. Toen de euro werd ingevoerd waren er nogal wat economen die de overlevingskans van de nieuwe munt laag inschatten. Milton Friedman waarschuwde dat, waar Europese politici stelden dat de monetaire integratie voorop zou lopen, waarna de politieke integratie zou volgen, het precies andersom zou kunnen zijn. Hij voorzag dat de monetaire integratie juist de politieke samenwerking zou kunnen dwarsbomen (Friedman, 1997). In een interview in 2004 voorspelde hij dat de euro 'binnen enkele jaren' uiteen zou kunnen vallen.¹ Het is anders gelopen. De euro is na de dollar de tweede valuta ter wereld. De populariteit van de munt onder de bevolking is hoger dan ooit, ook in Italië, zo blijkt uit peilingen. Dit, terwijl tijdens de eurocrisis terechte angst bestond dat de euro de crisis inderdaad niet zou overleven. Joe Stiglitz, net als Friedman winnaar van de Nobelprijs economie, zag de euro als de belangrijkste oorzaak van de problemen waar Italië mee worstelt en stelde, wederom net als Friedman, dat de teloorgang van de euro niet alleen het einde van de Economische en Monetaire Unie (EMU of eurozone), maar zelfs van de Europese Unie (EU) zou kunnen betekenen (Stiglitz, 2016). De euro heeft de crisis echter overleefd, is zoals gezegd populairder dan ooit en op dit moment heeft de EU zelfs een actieplan om de internationale positie van de euro verder te versterken (European Commission, 2018).

Toch kan niet worden ontkend dat de euro de afgelopen jaren langs de rand van de afgrond is gegaan. De ontwerpfouten in de eurozone zijn tijdens de crisis genadeloos blootgelegd. Dit alles is in de literatuur al uitvoerig beschreven (Teulings et al. , 2011). De interventies van de Europese centrale bank (ECB) zijn van doorslaggevend belang geweest, in eerste instantie bij het bijhouden van de euro door het opkopen van schuld van zwakkere landen

¹ In een interview in de EUobserver (<https://euobserver.com/economic/16030>), 17 mei 2004.

onder het Securities Market Programme (SMP), later door het aanzwengelen van de conjunctuur via kwantitatieve verruiming (Bruinshoofd, 2018; Hartmann en Smets, 2018).

Dit alles maakte wel duidelijk dat de eurozone nog tal van weeffouten bevat. Hiermee is niet gezegd dat er de afgelopen jaren niets gebeurd is. Het SGP is aangevuld met een hele reeks aan maatregelen die de eurozone hebben versterkt. Dit alles omvat onder meer aanscherping van de afspraken rond het begrotingsbeleid en het toezicht daarop, aangescherpt toezicht op het bankwezen en de vorming van een Bankenunie en de vorming van een Kapitaalmarktunie. Tegelijkertijd bestaat het gevoel dat dit alles nog niet genoeg is geweest en dat de eurozone bij een volgende laagconjunctuur opnieuw kwetsbaar zal blijken. Op dit moment wordt dan ook nagedacht over de beste manier om de EMU verder te versterken. Het blijkt echter, dat de politieke opvattingen ter zake tussen de lidstaten in verschillende opzichten scherp divergeren. Sommige landen, Frankrijk voorop, maken zich sterk voor een omvangrijker centraal budget op EMU-niveau, in te zetten als anticyclisch begrotingsinstrument en te beheren door de Europese Commissie. Andere landen, waaronder Nederland, zijn hier sterk op tegen (Heydra et al., 2018). En hoewel de meeste betrokkenen het er wel op hoofdlijnen over eens zijn dat de Bankenunie moet worden afgerond, bestaat ook hier verschil van inzicht. Met name Noordelijke lidstaten hebben weinig vertrouwen in het bankwezen in zwakker geachte landen en willen dat deze eerst hun eigen bankwezen opschonen alvorens de Bankenunie af te ronden met het inrichten van een Europees depositogarantiestelsel (DGS). Ook belangrijk, maar vooralsnog minder acuut bevonden is de afronding van de Kapitaalmarktunie.

Dit debat wordt ook onder economen gevoerd. Ook daar lopen de meningen scherp uiteen. Zo presenteren Bénassay-Quérel et al. (2018) een actieplan om de eurozone institutioneel te versterken. Zij signaleren terecht dat het opgetreden groeiherstel niet mag leiden tot genoegzaamheid, omdat de eurozone serieuze ontwerpfouten kent die bij een volgende groei-vertragings opnieuw tot grote problemen kunnen leiden. Dit pleidooi is als gevolg van het simpele feit dat de eurozone in de tweede helft van 2018 alweer aanmerkelijk aan groei heeft ingeboet alleen maar actueler geworden. Het gevoel rijst dat er teveel tijd wordt verloren.

Wij kunnen gevoeglijk constateren dat op dit moment geen duidelijke consensus bestaat over de toekomstige inrichting van de E(M)U. Blijkbaar is de Europese politiek alleen in staat om wezenlijke voortgang te boeken in tijden van crisis, maar overheerst in betere tijden een zekere onwil om de EMU te versterken. Dit is jammer, want het gevaar is dat problemen hierdoor onnodig uit de hand lopen en daardoor veel vermijdbare schade opleveren. Een ander gevaar is dat in crisistijden onder tijdsdruk ingrijpende, maar suboptimale oplossingen worden gevonden. De verschillen van inzicht omtrent de toekomstige inrichting van de EMU reflecteren in hoge mate uiteenlopende politieke visies hierover. Het is van belang te onderkennen dat hier geen objectieve waarheid bestaat. Er zijn vele manieren om een monetaire unie in te richten en de voorkeuren over de optimale omvang van bijvoorbeeld een centrale fiscale capaciteit weerspiegelen voor een deel ook politieke voorkeuren. Voor een deel zal dit zich in de loop der tijd uitkristalliseren.

In de eerste decennia van de Verenigde Staten woedden er tal van debatten over de optimale politieke inrichting van het nieuwe land, de voor- en nadelen van een federale krijgsmacht en het belang van een nationale begroting (Galbraith, 1975; Chernow, 2017). Veel van de Europese discussies klinken als een verre echo hiervan. Het verschil tussen de 18^e eeuw en de wereld van vandaag is dat alles tegenwoordig veel sneller gaat en de wereld al verregaand is geïntegreerd. Waar de VS een paar eeuwen over konden doen, doet de EU noodgedwongen in een aanmerkelijk korter tijdsbestek.² Dit alles mag er echter niet in resulteren dat hetgeen wij in Europa in de loop der decennia tot dusver hebben opgebouwd wordt verwaarloosd. De EMU is nog niet af en voldoet tot op de dag van vandaag maar gedeeltelijk aan de criteria van een optimaal valutagebied (Boonstra, 2017). De EMU kent daarbij achterstallig onderhoud en de Griekse crisis en zijn nasleep hebben de zwakke plekken in het ontwerp ervan genadeloos blootgelegd. In de literatuur is al vaak gewezen op het gevaar van de innige financiële banden tussen banken en overheden. Die banden, ook wel aangeduid als de *doom loop*, zijn de afgelopen jaren eerder versterkt dan afgenomen, mede ook als gevolg van het beleid van de ECB.

Zolang er geen politieke overeenstemming is over de toekomstige inrichting van de EU, moet prioriteit worden gegeven aan dat wat nodig is om de EU en de EMU structureel te versterken. Dat kan verregaand, maar niet uitsluitend, binnen de reeds bestaande politieke en institutionele kaders, zonder onomkeerbare stappen die verregaande politieke consequenties hebben. Voor zover aanvullende maatregelen nodig zijn, is het van belang dat beleidsmakers helder hebben waar het om gaat. Want er lopen in het debat vaak onnodig veel zaken door elkaar heen. Zo worden eurobonds vaak als onderdeel van een transferunie gezien, terwijl ze daar in beginsel niets mee van doen hebben. Sterker nog, (conditionele) eurobonds zijn in eerste instantie op de beleidsagenda gezet als instrumenten om de beleidsdiscipline te versterken (Boonstra, 2013). Zelfs de Raad van State maakt deze vergissing (2017).

In het vervolg van dit artikel wordt beknopt ingegaan op een reeks hervormingen dan wel beleidsaanpassingen die de EMU minder kwetsbaar maken voor crises, terwijl zij tegelijkertijd voor de toekomst nog steeds zoveel mogelijk alle opties open houden. Daarbij gaat het achtereenvolgens om de afronding van de Bankenuïe, het begrotingsbeleid, de mogelijke mutualisering van de overheidsschuld en het mandaat van de Europese Centrale Bank (ECB).

Afronding Bankenuïe met een Europees DGS

De vorming van de Bankenuïe is een belangrijke, structurele stap geweest. Het heeft geleid tot uniform toezicht op de grote banken door een centrale toezichthouder. De kwaliteit van het toezicht is daarbij sterk toegenomen, in aanvulling op de eerdere invoering van zwaardere toezichteisen in het kader van de invoering van Basel-III en de latere aanvullingen. In

² Zo was de oprichting van de Federal Reserve in 1913 de derde, en uiteindelijk geslaagde poging om een Amerikaanse centrale bank op te richten. De eerste twee pogingen, de First (1791–1811) en de Second Bank of the United States (1816 – 1836) strandden, omdat zij na het verstrijken van hun eerste termijn weer werden ontbonden (Galbraith, 1975).

vergelijking met de situatie van voor de crisis zijn banken onderworpen aan veel zwaardere eisen ten aanzien van liquiditeit en solvabiliteit, is het toezicht daarop sterk aangescherpt, zijn afspraken gemaakt over bail-in en worden banken regelmatig onderworpen aan stress-tests. Er loopt nog steeds een debat of de nieuwe toezichteisen zwaar genoeg en de stress-tests streng genoeg zijn.³ Maar kijken wij bijvoorbeeld naar de situatie in ons eigen land, dan leert een blik op de jaarverslagen van de banken dat zij de afgelopen jaren allemaal hun kapitaalratio's sterk hebben verhoogd en hun risicoprofiel hebben verminderd. Ook de ongewogen kapitaalratio, de zogeheten *leverage ratio*, beweegt zich opwaarts als uitvloeisel van de zwaardere Bazelse eisen. Zeker voor de grote banken die nu onder toezicht vanuit de ECB staan behoren deals tussen banken en hun nationale toezichthouder goeddeels tot het verleden. Helaas zijn de nauwe banden tussen banken en overheden, de zogeheten *doomloop*, eerder nauwer geworden dan afgenomen. Dit is nog steeds een gevaarlijke zaak. Het is derhalve van groot belang dat de automatische nulweging van overheidsschuld op de bankbalans wordt afgebouwd. Een andere optie is het om banken een concentratietoeslag op te leggen als zij te veel nationale staatsschuld op hun balans hebben (Bénassy-Quéré et.al., 2018). Het is verder van belang dat banken hun slechte leningen met voortvarendheid saneren. Ook hier geldt dat het proces al loopt, maar dat het sneller zou kunnen. Italiaanse banken worden vaak als een zwakke plek in het Europese bankwezen gezien.

Deze twee zaken, terugdringing van de *doomloop* en de opschoning van bankbalansen, zijn randvoorwaardelijk voor een succesvolle afronding van de Bankenunie. Want afronding van de Bankenunie vergt vertrouwen tussen alle deelnemende landen, vertrouwen dat er op dit moment nog niet in voldoende mate lijkt te zijn.

De Bankenunie kent drie pijlers, te weten gemeenschappelijk toezicht, een gemeenschappelijk resolutieregime met een stevige budgettaire achtervang en uiteindelijk een gemeenschappelijk DGS voor de banken die onder het Europese toezicht vallen. Bij de afronding van de Bankenunie gaat het dus ook om het instellen van een DGS op Europees niveau (*European Deposit Insurance Scheme*, ofwel EDIS). Zo'n Europees DGS is overigens vooralsnog een aanvulling op een nationaal DGS. Het wordt pas aangesproken als het nationale DGS tekortschiet.⁴ Verder doet een DGS in principe niet aan schenkingen. Als een bank faillieert, dient het DGS om de spaarders te beschermen. Het verstrekt een lening ter dekking van de spaardeposito's. Vaak zijn de verliezen van een faillerende bank beduidend kleiner dan het totaal aan spaargeld. Na afwikkeling van de bank in kwestie betaalt deze het 'voorschot' vanuit het DGS weer terug. Daar gaat meestal wel de nodige tijd overheen, maar de omvang van de uiteindelijke verliezen van het DGS zijn normaal gesproken te overzien.

³ Zie bijvoorbeeld Boot & Van Wijnbergen (2014) en Boonstra & De Cleen (2014) voor een discussie over de kapitalisatie van banken en de wenselijkheid van een versnelde verhoging van de zogeheten leverage ratio. DNB (2010) bevat empirisch onderzoek naar de historische ontwikkeling van de leverage ratio in ons land sinds 1900. Boonstra, Giesbergen en Mooij (2016) bevat aanvullend empirisch onderzoek naar de leverage ratio in ons land en komen tot een stevige bijstelling van het door DNB geschetste beeld.

⁴ Het is de bedoeling dat de nationale DGS op termijn opgaan in EDIS. Maar zolang het Europese toezicht zich beperkt tot de grote banken is het logisch dat de nationale DGS blijven bestaan.

Een aspect dat in deze discussie onderbelicht blijft betreft de optimale dekking van een DGS. Op dit moment dekt het DGS alle daaronder vallende instrumenten tot een totaalbedrag van € 100.000 per klant. Nu heeft een DGS vanuit stabiliteitsoptiek zowel voor- als nadelen. Het voordeel is dat de spaarders weten dat hun geld veilig is, waardoor de kans op een *bank run* afneemt. Dit is een groot goed. De nadelen van een DGS vloeien voort uit het zogeheten 'moreel risico'. Veel empirisch onderzoek wijst in deze richting (Demirgüç- Künt en Detragiache, 2002; Ioannidou en Penas, 2010; Demirgüç- Künt en Huizinga, 2004). Spaarders hebben geen prikkel meer om op te letten hoe het er bij hun bank aan toegaat. Spaarders disciplineren bankbestuurders niet meer omdat zij hun spaargeld toch wel terugkrijgen. Banken kunnen zelfs besluiten meer risico's te nemen, zoals waargenomen in het onderzoek van Demirgüç- Künt et al. uit 2015. En de aanwezigheid van een DGS kan verkeerde banken aantrekken. Dit laatste kan voor ons land worden geïllustreerd aan de hand van Icesave. Deze bank zou zonder de aanwezigheid van een DGS waarschijnlijk niet in staat zijn geweest om in ons land in korte tijd miljarden euro aan spaargeld van particulieren aan te trekken (Kool et al., 2010). De literatuur wijst uit dat hoe hoger de dekking van een DGS ligt, des te serieuzer de nadelen ervan worden, ofschoon institutionele factoren, zoals de kwaliteit van het toezicht, ook een belangrijke rol spelen (Demirgüç- Künt & Detragiache, 2002). Het evenwicht ligt waarschijnlijk ergens in de buurt van € 50.000, de helft van het huidige bedrag (Groeneveld, 2009; Ioannidou & De Dreu, 2006).⁵

Tegen deze achtergrond kan men besluiten de dekking van het DGS terug te brengen naar € 50.000 per klant. De financiële stabiliteit wordt er in principe door bevorderd. Een bijkomend voordeel is ook dat de benodigde omvang van de steun vanuit het DGS in het geval van een faillerende bank met de helft wordt verminderd. De potentiële verliezen zijn daarmee eveneens een stuk kleiner, wat wellicht zou kunnen helpen om de nu nog aarzelende landen over de drempel te trekken. Spaarders die meer dan € 50.000 aan spaargeld willen aanhouden, kunnen hun spaargeld altijd nog over meer banken spreiden. Dat is dan ook nog eens goed voor de concurrentie op de spaarmarkt.

Het begrotingsbeleid

Anders dan menigeen stelt, zijn de huidige begrotingsnormen, en dan met name de tekortnormen, niet per definitie onnodig knellend. De economische fundering ervan is echter niet sterk, om niet te zeggen dat de regels nogal willekeurig zijn (Buiters, 1992). Er zijn wat dit betreft nog wel verbeteringen mogelijk. Zo kan men bij het vaststellen van de tekortnormen bijvoorbeeld meer dan nu het geval is rekening houden met de stand van het nationale spaarsaldo, de hoogte van de staatsschuld, de mate waarin de oudedagsvoorzieningen onder kapitaaldekking zijn gebracht en de cycliciteit van de overheidsuitgaven. Overigens is dit bij de invoering van de zogeheten *Medium Term Objective* al tot op zekere hoogte gebeurd. Dit betreft het structurele begrotingssaldo waar landen in normale tijden aan moe-

⁵ Het onderzoek van Shy et al. uit 2016 duidt er evenwel op dat een DGS met gedeeltelijke dekking inferieur is aan zowel een situatie waarin een DGS al het spaargeld dekt en een situatie zonder DGS. Deze opmerkelijke uitkomst kan evenwel worden verklaard doordat hun theoretische model afziet van *moral hazard*. Dit, terwijl *moral hazard* in het empirische onderzoek juist een belangrijke rol speelt.

ten voldoen. In 2017 voldeden tien van de negentien lidstaten niet aan dit voorschrift (Verbruggen, 2018). Maar de kern van de zaak is dat als landen in tijden van hoogconjunctuur een verstandig begrotingsbeleid voeren, er ook onder het huidige SGP in beginsel voldoende ruimte bestaat om een reguliere conjuncturele dip op te vangen. Veel budgettaire problemen in slechte tijden hebben hun oorzaak in de economische betere tijden waarin landen niet in staat en/of bereid zijn om budgettaire orde op zaken te stellen. De recente begrotingsplannen van Italië zijn een voorbeeld van hoe het niet moet. Maar het speelt echter niet alleen in Zuid-Europese landen. Ook in ons eigen land wil de budgettaire discipline in tijden waarin het geld 'tegen de plinten klotst' weleens verslappen. Het Nederlandse begrotingsbeleid valt daardoor vaak procyclisch uit (CPB, 2013). De sleutel tot verbetering op het budgettaire vlak ligt dus allereerst bij de nationale politiek.

Alleen in tijden van een diepe neergang, waarin de gehele eurozone zich in een recessie bevindt, kan deze insteek tekortschieten. Bijzondere tijden vergen in dat geval bijzondere oplossingen. Daar wordt verderop in dit artikel op teruggekomen. Maar als landen zich goed houden aan de spelregels van het SGP biedt dit voldoende flexibiliteit om normale conjuncturele schommelingen op te vangen.

Mutualisering van staatsschuld

De versnippering van de markt voor staatsleningen in de eurozone langs nationale lijnen is een belangrijke achilleshiel van de EMU. Waar speculatie tegen lidstaten in vroeger tijden tot uiting kwam in spanningen op de valutamarkt, loopt dit tegenwoordig via de obligatiemarkt. In goede tijden bestaat het gevaar dat markten tekortschieten in hun disciplinerende functie, terwijl zij in tijden van spanningen al snel overdrijven. Alleen al het feit dat een begrotingscrisis in een kleine lidstaat, die slechts circa drie procent van het EMU-bbp voor zijn rekening neemt, de hele EMU kan ontregelen zou tot nadenken moeten stemmen. Daarom is al of niet gedeeltelijke mutualisering van staatsschuld op termijn essentieel voor de stabilisering van de eurozone.

Het probleem is echter dat mutualisering van staatsschuld in het debat is verworden tot een instrument dat de solidariteit tussen lidstaten moet vormgeven. Het idee is dat zogeheten eurobonds moeten worden ingezet om alle lidstaten in alle omstandigheden toegang tot betaalbare financiering voor de overheidstekorten te verschaffen (Juncker en Tremonti, 2010). Deze insteek is, als er geen nadere, strikte voorwaarden aan worden verbonden, echter zeer gevaarlijk. Het leidt namelijk tot een enorm moreel risico. Als Griekenland zijn overheidstekorten via zogeheten eurobonds op goedkope wijze had kunnen financieren, waren de remmen waarschijnlijk helemaal losgegaan en had de rekening automatisch bij de rest van de lidstaten gelegen. Slecht vormgegeven eurobonds zijn, in de woorden van Muelbauer, gelijk aan *moral hazard writ large* (2013). Daar willen de meeste landen niet aan beginnen, en gelijk hebben ze.

Maar eurobonds waren, anders dan menigeen denkt, nooit bedoeld om lidstaten onbelemmerd toegang tot goedkope financiering te geven. Het oorspronkelijke idee was juist om de

te verwachten onberekenbare en soms zelfs geheel afwezige financiële discipline van de financiële markten te vervangen door een ingebouwd voorspelbaar en objectief disciplineringsmechanisme (Boonstra, 2013). Dit voorgestelde mechanisme bestond uit een door de deelnemende lidstaten te betalen opslag, gebaseerd op onder meer de budgettaire permutaties van een lidstaat, op de rente die wordt betaald op de uitgegeven eurobonds (aanvankelijk nog EMU-bonds geheten). De achterliggende gedachte was dat waar financiële markten in het verleden via de valutamarkt het wisselkoersmechanisme van het Europese Monetaire Stelsel (EMS) konden kapotspelen, zij via de obligatiemarkten de EMU grote schade kunnen berokkenen. Zo is het inderdaad gelopen en de schade hiervan is enorm gebleken.

Het voorstel ging dus van meet af aan om de inzet van wat later 'conditionele eurobonds' is gaan heten (Muelbauer, 2013). Naderhand is het idee doorontwikkeld door de opslagen van de lidstaten te gebruiken om een fonds te vullen. Dus in plaats van het betalen van door de grillen van de markt bepaalde risico-opslagen aan beleggers, wordt een op grond van objectieve (budget-)criteria bepaalde premie gebruikt om een verzekeringsfonds te vullen. Dit kan worden aangewend om de bestaande obligaties te dekken als een land in de problemen komt (Boonstra, 2013). De kans op besmetting van de gehele EMU als een individuele lidstaat in de problemen komt is in die situatie nihil.

De politieke afkeer tegen mutualisering van staatsschuld is inmiddels ingehaald door de realiteit. Het Securities Markets Programme van de ECB, dat een stevige bijdrage heeft geleverd aan het herstel van rust op de financiële markten, kan worden gezien als een de facto mutualisering van staatsschuld van de zwakkere lidstaten. Hetzelfde kan gezegd worden van het opkoopprogramma van de ECB, waarin zij in totaal een bedrag van ruim € 2100 miljard aan overheidsobligaties heeft opgekocht.⁶ Zonder deze ingrepen van de ECB waren de spanningen binnen de eurozone waarschijnlijk dermate ver opgelopen, dat verschillende landen geen toegang meer tot de financiële markten zouden hebben gehad. De kans dat die landen in gebreke zouden zijn geraakt met de rente en aflossing van hun staatsschuld lijkt vrij groot. Het is niet onwaarschijnlijk dat de eurozone een feitelijk faillissement van meerdere lidstaten niet zou hebben overleefd. Dat de centrale bank in deze context overgang tot het massief opkopen van staatsschuld is dan ook zeer verdedigbaar.

Het is verstandig om een eurobondprogramma stapsgewijs in te voeren. Een uitgewerkt voorbeeld is het 'euro-bill'-programma zoals dat enkele jaren geleden vanuit de European League for Economic Cooperation (ELEC) is uitgewerkt. Dit programma biedt de mogelijkheid om voorzichtig te beginnen, gaandeweg te leren, het programma waar nodig bij te stellen of, indien men dat opportuun zou achten, het ook weer binnen korte termijn af te bouwen (Boonstra, 2013). Maar er zijn inmiddels meer opties aangedragen om staatsschuld van EMU-lidstaten al of niet gedeeltelijk te mutualiseren en die geen aanpassingen van de Europese verdragen vergen. Hierbij kan worden gedacht aan het Temporary Eurobill Fund

⁶ Dit betreft het Public Sector Purchase Programme (PSPP), dat liep van januari 2015 tot eind 2018. Dit programma omvatte de aankoop van staatsleningen en door overheidsinstellingen uitgegeven schuld papier. Bron: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#pspp.

(TEF), een nadere uitwerking van het ELEC-plan, uitgedragen door Graham Bishop (2018). Voorts is daar het initiatief van Nauschnigg (2018) om de onder het SMP opgekochte staats-schuld in een beleggingsfonds onder te brengen.

Een laatste idee hier is het door de ECB laten uitgeven van obligaties (Boonstra, 2019). Dit idee behoeft wellicht enige nadere toelichting. Centrale banken kunnen obligaties uitgeven om liquiditeit uit de markt te halen. Hoewel dit instrument momenteel zowel in de eurozone als in de VS niet wordt ingezet, is het minder ongebruikelijk dan het lijkt. Meer dan dertig procent van de centrale banken ter wereld heeft er wel eens gebruik van gemaakt (Gray en Pongsaparn, 2015). Met name in opkomende markten is dit, als deze landen met een ongewenst grote instroom van buitenlands kapitaal worden geconfronteerd, een populair instrument om de monetaire gevolgen hiervan te neutraliseren door liquiditeit uit de markt te halen. Beleggingen in dergelijk papier tellen niet mee onder de liquiditeitsreserves van het bankwezen. Maar vanwege de verhandelbaarheid zijn zij op het niveau van individuele instellingen wel relatief liquide. Dit maakt het tot een superieur instrument in vergelijking tot langlopende deposito's. Dat instrument, dat de ECB na de crisis wel kortstondig heeft ingezet om liquiditeit te neutraliseren, is immers niet verhandelbaar. Het is een getest instrument, sommige centrale banken, Zuid-Korea voorop, hebben er decennialange ervaring mee (Gray en Pongsaparn, 2015).⁷ In Europa heeft de Zwitserse centrale bank (SNB) er niet al te lang geleden nog gebruik van gemaakt.⁸

De bijvangst van al deze programma voor de EMU zou zijn dat een grote, homogene markt van EMU-breed staats- of centrale bankpapier ontstaat, die zeker op termijn, als de programma's aanslaan en niet worden beëindigd, qua omvang en liquiditeit de markt voor Amerikaanse staatsleningen kan benaderen. De ontstane markt van Europese *safe assets* zal de rol van de euro als reservevaluta versterken en de afhankelijkheid van de dollar doen afnemen. Dit alles past naadloos binnen het streven van de Europese Commissie om de internationale positie van de euro te versterken (European Commission, 2018). Zonder mutualisering van de overheidsschuld van de Europese lidstaten zijn wensen om de euro een grotere rol als reservevaluta te laten spelen niet meer dan een vage droom.

Europese begroting en het mandaat van de ECB

Op dit moment bestaat in de meeste lidstaten weinig animo om centraal een groter Europees budget neer te zetten om anticyclisch beleid te kunnen voeren. Al naar gelang hoe men

⁷ Hoewel de ECB met het emitteren van obligaties goed kan motiveren omdat het een effectieve manier kan zijn om de overliquiditeit uit de markt te halen, zal het politiek gevoelig liggen. Het betekent toch een bestendinging van de mutualisering van nationale publieke schulden, zonder dat daar politieke besluitvorming over is geweest. Ook zal de aanwezigheid van een nieuwe AAA-emittent invloed op marktverhoudingen kunnen hebben. Als tegenargument kan men erop wijzen dat het afbouwen van de effectenportefeuille veel meer tijd kost en potentieel tot wellicht nog forsere marktverstoringen kan leiden. De ECB zou kunnen beginnen met het emitteren van kortlopende schuld. Daarmee zou zij de optie open houden om de effectenportefeuille geleidelijk weer uit de balans te laten lopen, waarbij zij ook weer haar obligatieprogramma zou kunnen laten aflopen (Boonstra en Middeldorp, 2019).

⁸ www.snb.ch/en/mmr/reference/snb_legal_geldpol_instr2015/source/snb_legal_geldpol_instr2015.en.pdf

hier tegenaan kijkt, kan men dit wel of niet problematisch vinden. Zoals hiervoor uiteengezet bieden de huidige begrotingsregels in beginsel voldoende ruimte om een normale cyclische neergang op te vangen, mits politici in goede tijden genoeg budgettaire discipline opbrengen. Hiermee kan ook het vertrouwen tussen de lidstaten worden opgebouwd op grond waarvan men in de toekomst kan besluiten tot verdere budgettaire integratie over te gaan. De huidige situatie, waarin dat vertrouwen vooralsnog ontbreekt, heeft ook zeker zijn oorsprong in het feit dat de meeste lidstaten de onderling afgesproken en verdragsrechtelijk vastgelegde spelregels slecht naleven of, in het Griekse geval, de andere lidstaten zelfs voorliegen over hun overheidsfinanciën.

Het kan echter gebeuren dat de huidige regels tekortschieten. Een lidstaat kan serieus in de problemen komen door een grote asymmetrische schok. Dat kan een economische schok zijn, maar problematischer zijn natuurlijk echte rampen. Nederland kan bijvoorbeeld niet zonder hulp van buiten als een serieuze dijkdoorbraak grote delen van de Randstad onder water zou zetten. In dergelijke gevallen zouden de Europese lidstaten een land moeten kunnen bijstaan. Het is niet zozeer nodig om daarvoor vooraf 'potjes' in te richten. Artikel 122.2 van het Verdrag inzake de Werking van de Europese Unie (VwEU) voorziet in principe al in een dergelijke situatie, waar het stelt:

“In geval van moeilijkheden of ernstige dreiging van grote moeilijkheden in een lidstaat, die worden veroorzaakt door natuurrampen of buitengewone gebeurtenissen die deze lidstaat niet kan beheersen, kan de Raad op voorstel van de Commissie, onder bepaalde voorwaarden financiële bijstand van de Unie aan de betrokken lidstaat verlenen”.

Deze formulering biedt voldoende ruimte om een lidstaat in nood te hulp te schieten. Waar het Artikel nog niet in voorziet is de wijze waarop de EU dergelijke hulp kan financieren. Het volstaat om de EU de mogelijkheid te geven om, als de reguliere begroting tekortschiet, in voorkomende gevallen zelf obligaties uit te geven. Dan is het wel van belang dat de EU-begroting kan worden aangepast om in de schuldendienst op de nieuwe obligaties te voorzien. Een alternatief, zeker voor de financieel sterkere lidstaten, kan zijn dat zij in tijden van nood in plaats van steun vanuit de EU zelf zogeheten *emergency bonds* mogen uitgeven, die dan niet meetellen onder de reguliere schuldquote zoals die wordt gehanteerd in het SGP. Het is wel duidelijk dat de voorwaarden waaronder dit alles mag gebeuren vooraf duidelijk moeten zijn. Want als de EU deze mogelijkheid eenmaal heeft, bestaat natuurlijk het gevaar dat lidstaten zich bij de eerste de beste tegenvaller bij de EU zullen melden met een aanvraag.

Voor tijden waarin de gehele Europese economie zich in een diepe recessie bevindt, zou men nog eens naar het mandaat van de ECB kunnen kijken. De ECB heeft op zichzelf een helder mandaat: zij moet zich primair richten op prijsstabiliteit en, ondergeschikt aan de eerste taak, de algehele economische ontwikkeling ondersteunen. De ECB heeft een instrumentarium dat prima geschikt is om inflatie te bestrijden, maar in tijden met deflatoire dreiging is de centrale bank maar matig toegerust. Dat bleek toen de eurozone begin 2015 in

deflatie dreigde af te glijden. Hoewel het daarop ingezette beleid van kwantitatieve verruiming (QE) in veel opzichten geen schoonheidsprijs verdient, is het op hoofdlijnen effectief en dus verdedigbaar geweest. Veel critici van de ECB vergeten gemakshalve hoe slecht de eurozone ervoor stond toen de centrale bank het pad van QE insloeg. Grofweg kan het beleid van de ECB tijdens de crisis worden samengevat als mutualisering van schuld en ex-post monetaire financiering. Wat betreft het eerste: door het opkoopprogramma werd de ECB eigenaar van onder meer een substantieel deel van de Europese staatsschuld. Aangezien alle lidstaten aandeelhouder van de ECB zijn, is daarmee de schuld *de facto* gemutualiseerd, zonder dat daar een transparante politieke besluitvorming aan vooraf is gegaan (zie boven). Dit is geen kritiek aan het adres van de ECB. Die deed wat zij moest doen om het uiteenvallen van de eurozone en daarmee een nog veel diepere crisis te voorkomen. Wel kan 'de politiek' worden verweten dat zij het zover heeft laten komen omdat zij verzuimden een degelijke EMU op te leveren. Het was een halffabricaat en daarmee zeer kwetsbaar voor speculatie.

Wat betreft het tweede: doordat de ECB alleen bestaande staatsschuld opkocht in de secundaire markt was *de jure* geen sprake van monetaire financiering. Met dat laatste wordt immers bedoeld op een combinatie van een expansief begrotingsbeleid, in combinatie met een centrale bank die deze uitgaven financiert met nieuw gedrukt geld. Het monetaire en het budgettaire beleid versterken elkaar in dat geval. In Europa is dit expliciet verboden (VwEU, artikel 123.1). Maar omdat de ECB onder QE wel degelijk staatsschuld opkocht, zij het uitsluitend op de secundaire markt, kan het beleid worden geduid als ex-post monetaire financiering. Het stimulerende effect van dit beleid liep via de vermogensmarkten. Het begrotingsbeleid was immers over de hele linie restrictief en werkte daarmee het monetaire beleid tegen. Het resultaat was een traag op gang komend groeiherstel, met name in Zuidelijke lidstaten.

'Ex-ante' monetaire financiering is een effectievere vorm van stimuleringsbeleid dan QE, omdat onder monetaire financiering het monetaire en het begrotingsbeleid elkaar versterken, wat onder QE niet noodzakelijkerwijs het geval is. Zo beschouwd kan QE, net als overigens helikoptergeld, worden gezien als een gemankeerde vorm van monetaire financiering (Boonstra en Van Schoot, 2016). Het probleem van monetaire financiering is echter dat het verslavend kan werken. De combinatie van overheid en geldpers is in de loop der eeuwen een gevaarlijke gebleken. Vrijwel alle diepe financiële crises in de geschiedenis werden voorafgegaan door een overheid die haar uitgaven monetair financierde. Een bekend voorbeeld is de Duitse hyperinflatie van 1923 (Keynes, 1923; Taylor, 2013). Meer recente voorbeelden zijn Zimbabwe (2008) en Venezuela (2018). Het is daarom goed verdedigbaar dat monetaire financiering in Europa per verdragstekst is verboden. Toch zou men zich kunnen voorstellen dat de ECB in tijden van diepe crisis (een combinatie van een ernstige recessie en deflatoire dreiging) onder goede, vooraf vastgestelde condities, tijdelijk zou kunnen overgaan tot het monetair financieren van collectieve uitgaven in infrastructuur. Dit zou bijvoorbeeld ook kunnen in samenwerking met de Europese Investeringsbank (EIB) (Be-

nink en Boonstra, 2015). Het zou niet alleen de recessie in de eurozone waarschijnlijk aanmerkelijk hebben verkort, maar ook zouden marktverstoringen als negatieve obligatierentes achterwege zijn gebleven.⁹

Tot besluit

Op dit moment woedt een stevige discussie over de versterking van de eurozone. Veel aandacht gaat daarbij uit naar een eventueel overheidsbudget op EMU-niveau. Deze discussie legt stevige verschillen van inzicht tussen de lidstaten bloot. Dat betekent ook dat het gevaar van een halfbakken compromis altijd op de loer ligt. In dit artikel worden voorstellen gedaan die minder ver gaan, maar die wel bijdragen aan een versterking en beter functioneren van de EMU. De meeste van deze voorstellen liggen binnen of dicht bij de bestaande beleidskaders, sommige vereisen aanpassing op onderdelen. In ieder geval laten de meeste voorstellen naar de toekomst nog steeds alle politieke opties open. Op dit moment kan Europa beter zo pragmatisch mogelijk afronden wat al op de rails staat en toekomstvast maken wat inmiddels tot stand is gebracht. De politieke vergezichten kunnen daarbij even wachten.

Box 1: Waaraan moeten eurobonds voldoen?

Ten eerste moet een eurobondprogramma, wil het succesvol zijn, ervoor zorgen dat alle landen tegen redelijke voorwaarden toegang hebben tot financiering.

Ten tweede, en dit is minstens zo belangrijk, moet het merkbare voordelen brengen voor alle deelnemende landen. Dus het moet niet alleen de financieel zwakkere landen helpen, maar ook voordelen bieden aan de sterkere lidstaten.

Ten derde moet het een disciplinerende werking hebben op beleidsmakers, dus geen moreel gevaar met zich meebrengen, maar juist de begrotingsdiscipline verbeteren.

Ten vierde is het bij voorkeur zelf-financierend, zodat eventuele problemen in de toekomst kunnen worden opgevangen zonder dat men daar de sterke landen mee lastig moet vallen. Met een verzekeringspremie kan een fonds worden opgebouwd ter dekking van de reeds uitstaande schuld.

Ten vijfde versterkt een eurobondprogramma idealiter de financiële stabiliteit in de eurozone door de strakke financiële banden te verbreken die in de EMU-lidstaten bestaan tussen de nationale overheid en de lokale bankstelsels.

Een eurobondprogramma moet daarbij ook de ECB bevrijden van haar interventies in de markt voor staatsschuld, anders dan het reguliere open-marktbeleid. De ECB moet zich weer kunnen concentreren op haar primaire taak: uitvoeren van het monetaire beleid met als einddoel handhaving van de prijsstabiliteit.

Alleen als een eurobondprogramma aan al deze voorwaarden voldoet, kan het voor alle lidstaten aanvaardbaar zijn. Zonder conditionaliteit zijn eurobonds een bron van *moral hazard*.

Bron: Boonstra, 2013.

De concrete voorstellen op een rij

- Afronding van de Bankenunie.
 - Instelling van een Europees DGS.
 - Verlaging van de dekking van het DGS van € 100.000 naar € 50.000 per verzekerde.
 - Afschaffing van de nulweging van staatsschuld op de bankbalans en/of het vaststellen van een maximale hoeveelheid staatsschuld die banken op hun balans mogen hebben.
 - Voortvarende aanpak verdere terugdringing slechte bancaire leningen.
- Vooralnog geen aanpassing van de Europese begrotingsnormen. Dit vereist wel dat lidstaten in goede tijden meer begrotingsdiscipline betrachten en budgettaire buffers opbouwen.
- Mutualiseren van een deel van de staatsschuld van de lidstaten. Dit kan door het al of niet gedeeltelijk financieren van de staatsschuld van de lidstaten via gemeenschappelijke uitgifte van conditionele eurobonds met daarbij een verzekeringselement. Andere opties zijn het TEF (Bishop, 2018), het oprichten van een SMP-fonds (Nauschnigg, 2018) of de uitgifte van obligaties door de ECB (Boonstra en Middeldorp, 2019).
- Als een individuele lidstaat buiten zijn schuld wordt getroffen door een grote negatieve schok moet de EU deze lidstaat financieel te hulp kunnen schieten. Artikel 122.2 van de WwEU biedt deze mogelijkheid al.
 - Deze hulp mag worden gefinancierd door de uitgifte van obligaties door de Europese Commissie en indien nodig automatisch leiden tot budgetuitbreiding ter dekking van de schuldendienst.
 - Een alternatief is dat landen in bijzondere omstandigheden *emergency bonds* mogen uitgeven die niet meetellen onder het schuldplafond van het SGP.
- Aanpassing van het mandaat van de ECB waardoor deze in tijden van dreigende depressie onder strikte en nauwkeurig omschreven randvoorwaarden overheidsuitgaven in infrastructuur monetair kan financieren.

Auteur

Wim Boonstra is bijzonder hoogleraar economische en Monetaire Politiek aan de VU te Amsterdam en economisch adviseur bij de Rabobank. Met dank aan Daniël van Schoot, Maartje Wijffelaars en een anonieme referent voor hun commentaar op eerdere versies van dit artikel.

Literatuur

- Bénassy-Quéré A, M.K. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, M. Fratzscher, C. Fuest, P-O Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro en J Zettelmeyer, 2018, How to reconcile risk sharing and market discipline in the euro area, *VOX-EU*, 17 January 2018
- Benink, H.A. en W.W. Boonstra, 2015a, Deflatie is een feit, nauwelijks te bestrijden en omgeven met grote risico's, *MeJudice*, 21 januari 2015.

- Benink, H.A. en W.W. Boonstra, 2015b, Hoe de Europese Investeringsbank en de ECG Europa vlot kunnen trekken, *MeJustice*, 9 januari 2015.
- Bishop, G., 2018, Temporary Eurobill Fund (TEF): 30 FAQs, www.grahambishop.com, 9 May 2018.
- Boonstra, W.W., 2013, Conditionele eurobonds als overgangsregime, *Economisch Statistische Berichten*, 2 maart 2012.
- Boonstra, W.W., 2016a, De voor- en nadelen van eurobonds, *Rabobank Themabericht*, 24 november 2016.
- Boonstra, W.W., 2017, De EMU is (nog) geen optimaal valutagebied, *Rabobank Special*, augustus 2017.
- Boonstra, W.W., 2019, Should the ECB consider issuing central bank securities?, *Rabobank Special*, februari 2019.
- Boonstra W.W. en B. de Cleen, 2014, Verhogen van eigen vermogen bij banken, *Economisch Statistische Berichten*, 7 februari 2014: 74-75.
- Boonstra, W.W., B.G.J. Giesbergen en J. Mooij, 2016, De daling van de leverage ratio sinds 1900 nader verklaard, *Economisch Statistische Berichten*, 2 maart 2016.
- Boot, A. en S. van Wijnbergen, 2013, Bankieren op drijfzand, *Economisch Statistische Berichten*, december 2013: 742-743.
- Broz, T., 2005, The Theory of Optimum Currency Areas: A Literature Review, *Privedna Kretanja I konomska Politika*, vol. 104: 53-78.
- Bruinshoofd, W.A., 2018, Monetair beleid, Hfst. 9 in W.W. Boonstra (2018), *Geld. Wat is het, wat doet het, waar komt het vandaan?*, VU University Press, Amsterdam.
- Buiter, Willem H., 1992, De budgettaire voodoo van Maastricht, *Economisch Statistische Berichten*, 18 maart, pp. 268-272.
- Buti, M. en N. Carnot, The case for a central fiscal capacity in EMU, *VOX-EU*, 7 december 2018.
- Centraal Planbureau, 2013, Stabiliserend begrotingsbeleid. Conjunctureel tegensturen / structureel meeveren, CPB Achtergronddocument, april 2013.
- Chernow, C., 2017, *Alexander Hamilton*, Head of Zeus, London.
- Demirgüç- Künt, A. en E. Detragiache, 2002, Does deposit insurance increase banking system instability? An empirical investigation, *Journal of Monetary Economics*, vol. 49: 1373-1406.
- Demirgüç- Künt, A. en H. Huizinga, 2004, Market discipline and deposit insurance, *Journal of Monetary Economics*, vol. 52: 375-399.
- Demirgüç- Künt, A., E. Kane en L. Laeven, 2015, Deposit insurance around the world: A comprehensive analysis and database, *Journal of Financial Stability*, vol. 20: 156-183.
- De Nederlandsche Bank (DNB, 2010), Een eeuw financiële leverage van Nederlandse banken, *Kwartaalbericht*, juni 2010: 39-43.
- European Commission (2018), Towards a stronger international role of the euro, Communication from the commission, Brussels, 5 December 2018.
- Friedman, M. (1997), The Euro: Monetary Unity To Political Disunity?, Project Syndicate, 28 August 1997.
- Groeneveld, J.M. (2009), Een evenwichtiger depositogarantiestelsel, *Economisch Statistische Berichten*, vol. 94(4557): 205-206.
- Gray, S. en R. Pongsaparn, 2015, Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines, Working Paper WP/15/106, International Monetary Fund, May 2015.
- Hartmann, P. en F. Smets, 2018, The First twenty Years of the European Central Bank: Monetary Policy, ECB Working Paper 2219, December 2018.
- Heijdra, M., T. Aarden, J. Hanson en T. van Dijk, 2018, A more stable EMU does not require a central fiscal capacity, *VOX-EU* 30 November 2018.
- Ioannidou, V.P. en J. de Dreu, 2006, The impact of explicit deposit Insurance on market discipline, DNB Working Paper 89, Amsterdam, juli.

- Ioannidou, V.P. en M.F. Penas, 2010, Deposit insurance and bank risk-taking: Evidence from internal loan ratings, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 19: 95-115.
- Juncker, J.C. en G. Tremonti, 2010, E-bonds would end the crisis, *Financial Times*, 5 December 2010
- Kool, C. en D. Gerritsen, 2010, Drama Icesave was te voorzien, *Economisch Statistische Berichten*, maart 2010.
- Muelbauer, J., 2013, Conditional Eurobonds and The Eurozone Sovereign Debt Crisis, Discussion Paper Number 681, Oxford University, December 2013.
- Nauschnigg, F., 2018, Das Securities Market Programme – viele Vorteile für den Euroraum, ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft, Wirtschaftsdienst 2018 (6): 399-404.
- Raad van State, 2017, De staat van de euro, Den Haag, november 2017.
- Rule, G., 2011, Issuing Central Bank Securities, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- Stiglitz, J.E., 2016, *The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe*, W.W. Norton, New York.
- Teulings, C, M. Bijlsma, G. Gelauff, A. Lejour en M. Roscam Abbing, 2011, *Europa in crisis*, CPB Boek, uitgeverij Balans, Amsterdam.
- Verbruggen, K., 2018, Can fiscal policy fill the gap?, Rabobank Special, 7 september 2018.